Legislative Assembly of Ontario

Assemblée législative de l'Ontario

STANDING COMMITTEE ON GOVERNMENT AGENCIES

REPORT ON AGENCIES, BOARDS AND COMMISSIONS

ONTARIO SECURITIES COMMISSION

2nd Session, 39th Parliament
59 Elizabeth II

Library and Archives Canada Cataloguing in Publication Data

Ontario. Legislative Assembly. Standing Committee on Government Agencies
Report on agencies, boards and commissions : Ontario Securities Commission

Text in English and French on inverted pages.
Title on added t.p.: Rapport sur les organismes, conseils et commissions : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.
Also available on the Internet.
ISBN 978-1-4435-2552-7

1. Ontario Securities Commission—Auditing. 2. Securities commissions—Ontario.
3. Securities—Ontario. I. Title. II. Title: Rapport sur les organismes, conseils et commissions : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

KEO407.5 A23 G68 2010 354.8'82809713 C2010-964020-9E

Legislative Assembly of Ontario

Assemblée législative de l'Ontario

The Honourable Steve Peters, MPP
Speaker of the Legislative Assembly

Sir,

Your Standing Committee on Government Agencies has the honour to present its Report and commends it to the House.

Ernie Hardeman, MPP
Chair

Queen's Park
March 2010

STANDING COMMITTEE ON GOVERNMENT AGENCIES

MEMBERSHIP LIST

2nd Session, 39th Parliament
(as of March 9, 2010)

ERNIE HARDEMAN
Chair

LISA MACLEOD
Vice-Chair

LAURA ALBANESE

DONNA H. CANSFIELD

HOWARD HAMPTON

JIM WILSON

MICHAEL A. BROWN

M. AILEEN CARROLL

LEEANNA PENDERGAST

Douglas Arnott
Clerk of the Committee

Andrew McNaught
Research Officer

STANDING COMMITTEE ON GOVERNMENT AGENCIES

MEMBERSHIP LIST

1st Session, 39th Parliament
(as of December 12, 2007)

JULIA MUNRO
Chair

LISA MACLEOD
Vice-Chair

MICHAEL A. BROWN

FRANCE GÉLINAS

DAVID RAMSAY

MARIA VAN BOMMEL

KEVIN DANIEL FLYNN

RANDY HILLIER

LIZ SANDALS

Douglas Arnott
Clerk of the Committee

Andrew McNaught
Research Officer

STANDING COMMITTEE ON GOVERNMENT AGENCIES

LIST OF CHANGES TO COMMITTEE MEMBERSHIP

KEVIN DANIEL FLYNN was replaced by LOU RINALDI on February 19, 2009.

RANDY HILLIER was replaced by GERRY MARTINIUK on March 25, 2009.

FRANCE GÉLINAS was replaced by HOWARD HAMPTON on April 9, 2009.

MARIA VAN BOMMEL was replaced by RICK JOHNSON on April 9, 2009.

LOU RINALDI was replaced by LAURA ALBANESE on September 15, 2009.

JULIA MUNRO was replaced by ERNIE HARDEMAN on September 15, 2009.

DAVID RAMSAY was replaced by YASIR NAQVI on September 15, 2009.

LIZ SANDALS was replaced by LEEANNA PENDERGAST on September 15, 2009.

GERRY MARTINIUK was replaced by JIM WILSON on September 15, 2009.

RICK JOHNSON was replaced by DONNA H. CANSFIELD on March 9, 2010.

YASIR NAQVI was replaced by M. AILEEN CARROLL on March 9, 2010.

LIST OF TEMPORARY SUBSTITUTIONS

WAYNE ARTHURS

BOB DELANEY

KEVIN DANIEL FLYNN

LINDA JEFFREY

YASIR NAQVI

DAVID ZIMMER

BRUCE CROZIER

CHERI DINOVO

TIM HUDAK

AMRIT MANGAT

MICHAEL PRUE

CONTENTS

INTRODUCTION 1

OVERVIEW OF THE ONTARIO SECURITIES COMMISSION 2

THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS 4
- Background 4
- The Commission's Response to the Global Financial Crisis 4
- The ABCP Crisis 5
- Committee Discussion and Recommendations 9

ENFORCEMENT 12
- Background 12
- Criminal Enforcement 12
- Regulatory Enforcement 15

INVESTOR PROTECTION 17
- Background 17
- The Investor/Advisor Relationship 17
- Complaint Handling/Dispute Resolution 18
- Restitution 20
- An Investor Advisory Body 20
- Investor Representation at the Commission 22
- Financial Literacy 22
- Committee Discussion and Recommendations 24

ACCOUNTABILITY AT THE COMMISSION 26
- Committee Discussion and Recommendation 28

A NATIONAL SECURITIES REGULATOR 28
- Committee Discussion and Recommendation 29

OTHER REGULATORY ISSUES 30
- Corporate Governance 30
- Demutualization of the Toronto Stock Exchange 33
- Principles-Based Regulation 35

GLOSSARY OF TERMS 38

LIST OF RECOMMENDATIONS 40

WITNESS LIST 42

INTRODUCTION

One manifestation of the global financial crisis was the loss of investor confidence in the stock markets, here in Ontario and around the world. As a result, markets plunged, and many people witnessed the erosion of their life savings and pensions.

In Ontario, primary responsibility for the oversight of capital markets rests with the Ontario Securities Commission. While it is not within the power of the Commission to take the risk out of investing, or to restore share values to their pre-recession levels, the Commission plays an important role in protecting investors and promoting confidence in the integrity of the markets. These aspects of the Commission's mandate take on added importance in times of economic uncertainty.

With this in mind, the Standing Committee on Government Agencies selected the Ontario Securities Commission for review in the fall of 2008. Under the Legislative Assembly's Standing Order 108(f), the Committee has a mandate to review the operation of all agencies, boards and commissions (ABCs) to which the Lieutenant Governor in Council makes some or all of the appointments, and all corporations to which the Crown in right of Ontario is a majority shareholder. The Committee may make recommendations on such matters as the redundancy of ABCs, their accountability, whether they should be sunsetted and whether their mandate and roles should be revised.

In accordance with its terms of reference, the Committee received testimony from the Commission on December 2, 2008 and February 23, 2009. Commission officials returned on April 7, 2009 to respond to stakeholder presentations.

Appearing before the Committee from the Ontario Securities Commission were the Chair and CEO, David Wilson, Executive Director and Chief Administrative Officer, Peggy Dowdall-Logie, and Vice-Chairs Jim Turner and Larry Ritchie.

Stakeholders who made oral presentations to the Committee on February 23, 2009 included investor protection advocates, legal scholars, a corporate governance organization, and a financial advisors association. The Committee also received written submissions from three stakeholders.

The Committee wishes to express its appreciation to all the witnesses who appeared before it during its public hearings or who made written submissions. In particular, the Committee would like to commend the officials and staff of the Ontario Securities Commission for the professionalism with which they approached this review. A list of witnesses and a glossary of key terms appears at the back of this report.

This report presents the Committee's findings on the Ontario Securities Commission. We urge the Minister responsible for the Commission to give serious and thoughtful consideration to our comments.

OVERVIEW OF THE ONTARIO SECURITIES COMMISSION

The Ontario Securities Commission (the Commission) is a regulatory agency constituted under the authority of the *Securities Act* (the Act). Reporting to the Minister of Finance, the Commission is responsible for overseeing the securities and commodity futures marketplaces in Ontario. Its mandate is to

- provide protection to investors from unfair, improper or fraudulent practices; and
- foster fair and efficient capital markets and confidence in capital markets.

Created in the early 1930s, the Ontario Securities Commission oversees Canada's largest capital market. In essence, the agency's role is to ensure that companies that raise money from the public provide sufficient information about their activities, so that investors can make informed investment decisions. The Commission also registers dealers and investment advisors who work with the public in Ontario.

The Act authorizes the Commission to grant official recognition to Self-Regulatory Organizations (SROs), which perform regulatory duties under the Commission's oversight. The Commission has recognized two SROs: the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (formerly the Investment Dealers Association of Canada), and the Mutual Fund Dealers Association of Canada. SROs impose financial and trading rules on their members that are enforced through independent audit and compliance checks. The Commission reviews those rules and hears appeals from decisions of the SROs.

Most of the Commission's day-to-day operations relate to the administration and enforcement of the *Securities Act* and the *Commodity Futures Act*. In 1994, the Commission was given the power to issue rules having the binding force of regulations in certain policy areas.

The principal activities of the Commission may be summarized as follows:

- Registration (i.e., licensing) of persons and firms trading in securities: The Commission requires competency and integrity of registrants. It is also concerned that firms are financially stable and supervise their employees appropriately.
- Review of prospectuses and other disclosure documents: As a general rule, no person may sell new securities to the public unless a prospectus containing full, true and plain disclosure is filed with the Commission and provided to purchasers.
- Enforcement of the *Securities Act* and *Commodity Futures Act*: Commission staff investigate suspected violations of the legislation and in appropriate cases recommend either proceedings before the Commission or prosecution before the courts. Staff also review the filing of financial statements, insider trading reports and other disclosure material.

Compliance and enforcement is an important part of the Commission's mandate. A breach of securities law may result in enforcement action through one or more of the following enforcement mechanisms:

- prosecution under the federal *Criminal Code* (the *Code* creates several securities-related offences);
- prosecution under the *Securities Act* (the Act creates provincial or "quasi-criminal" offences);
- administrative enforcement action (the Commission may make orders in the public interest under s. 127 of the Act); and
- sanctions imposed by SROs.

In addition, civil remedies are available to individuals who believe they have suffered a loss as a result of a breach of Ontario securities law.

Administrative enforcement is the only mechanism that involves a hearing before the Commission. However, Commission staff act as prosecutors in quasi-criminal proceedings under the *Securities Act*, and the Commission may play an important supportive role in the prosecution of *Criminal Code* offences.

The Commission has extensive powers to make orders in the public interest under s. 127 of the Act. These include the power to make an order

- suspending the registration of a person or company;
- stopping the trading in any securities;
- prohibiting a person from becoming or acting as a director or officer of a company;
- imposing an administrative penalty of up to $1 million on a person or company that has not complied with Ontario securities law; and
- requiring a person or company to disgorge to the Commission any amounts obtained as a result of non-compliance with securities law.

In addition, the Commission has the power under s. 126 of the Act to issue a freeze order to protect investor assets pending the outcome of an investigation.

Major changes to the organization of the Commission were effected in 1997, including its establishment as a self-financing corporation without share capital, composed entirely of members appointed by the Lieutenant Governor in Council (the Cabinet). The Commission is composed of at least nine and not more than 14 Members, who constitute the Board of Directors. The Chair is designated by Cabinet and acts as the Commission's Chief Executive Officer. Currently, there are 13 Members of the Commission.

THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Background

In his opening remarks to the Standing Committee, Commission Chair David Wilson observed that the global financial crisis is the issue "at the top of everyone's mind." This crisis, we were told, did not start in the stock market; rather, its roots can be traced to the collapse of the housing market in the United States, and to the increased use of leveraging and complex securities linked to U.S. real estate.

As noted by the Chair:

> This isn't just a problem for Wall Street or Bay Street; it has erased billions of dollars of market value and affected the pensions and savings of millions of people. It has, and will, cost jobs for people who have never heard of a credit default swap, the derivative instrument that was very much a part of the current crisis. It's already affecting governments and their programs, including, of course, here in Ontario.

Although Canada has not been immune to world events, Mr. Wilson stressed that we are relatively better off than many other jurisdictions. One of the reasons for this is the stability of our financial institutions, a fact recently confirmed by the International Monetary Fund. According to Mr. Wilson, the IMF report concluded that Canada's financial system is "underpinned by sound macroeconomic policies and strong, prudential regulation and supervision."

Despite our relatively strong position, however, we heard that the Commission has had to respond to a number of significant developments associated with the global financial crisis in order to restore stability to the capital markets.

The Commission's Response to the Global Financial Crisis

The Commission testified that it has taken several steps to foster investor confidence in the face of market turmoil. These steps include

- issuing a temporary ban on the short selling of certain financial sector stocks, a practice that was linked to the sudden decline in the prices of securities of financial institutions;
- completing a review of compliance with continuous disclosure requirements in the banking and financial services sector, and in other highly leveraged companies that issue securities;
- conducting compliance reviews of money market funds and non-conventional investment funds to assess their potential exposure to toxic assets;
- taking the lead in a Canadian Securities Administrators' study of the seizure of the non-bank asset-backed commercial paper market that

contained several proposals for regulatory reform (see "The ABCP Crisis" below); and

- initiating compliance reviews of hedge fund managers to assess the presence of unusual risks.

These reviews were undertaken to assess the need for further regulation in light of recent events and, according to the Commission, will provide "reasons to be reassured that meaningful disclosure is being made about the challenges facing public companies and funds in the investment fund industry."

The Commission also said it continues to work with domestic and international regulators to develop appropriate responses to issues related to the ongoing crisis. For instance, in 2008, the Commission collaborated with other Canadian regulators to develop a proposal to regulate credit rating agencies – the financial entities linked to the seizure of the market for asset-backed commercial paper.

We also heard that the Commission has participated on a task force established by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), which resulted in a consultation paper containing proposals for regulating hedge funds and their managers. In this connection, it was noted that recent amendments to Ontario securities legislation, contained in the 2009 budget bill, will allow the Commission to implement registration requirements for investment fund managers, including hedge fund managers.

The ABCP Crisis

Background

One of the major regulatory issues that emerged from the global financial crisis is the role played by complex securities such as derivatives and asset-backed commercial paper (ABCP). As noted by the Commission in its overview of the global financial crisis, it was the link between these securities and the U.S. housing market that touched off the current financial crisis.

In Canada, the connection between the securities market and the U.S. housing collapse became apparent during the recent ABCP crisis. Until the summer of 2007, "non-bank ABCP" (ABCP that is not sponsored by the banks) was generally treated as equivalent to traditional commercial paper. In fact, it was promoted and sold as such to investors. However, as the U.S. housing crisis unfolded, concern spread that non-bank ABCP might have exposure to American subprime mortgages. As a result, the $35 billion market for non-bank ABCP in Canada froze in August 2007. While most of the debt was held by pension funds and large institutional investors, about $372 million of the total non-bank ABCP market was owned by approximately 2,500 retail (i.e., non-corporate) investors.

In September 2007, a group of ABCP investors formed the Pan-Canadian Investors Committee, headed by corporate lawyer Purdy Crawford, to come up with a restructuring plan for the ABCP market. Seventeen months after the

market seized up, an Ontario court approved a restructuring plan under which small retail investors who purchased less than $1 million of ABCP received full compensation from the brokerages that sold the paper. Retail investors who owned more than $1 million of the paper (36 families that collectively owned about $200 million), as well as large institutional investors, received restructured long-term notes.

Investor protection groups allege that the retail investors who purchased ABCP were misled about the nature of the securities they were buying, and were the victims of both lax oversight and a weak response by regulators. For their part, the regulators pointed out that investigations are ongoing, and that they have responded to the ABCP crisis with proposals that are "appropriate and proportionate."

The IIROC Review

In 2008, the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC), the self-regulatory organization with immediate oversight of investment dealers and advisors, conducted a compliance review of member firms that sold non-bank ABCP. IIROC released its report in October 2008.[1]

The key finding of the compliance review was that investment dealers and advisors did not comply with industry standards when they sold ABCP to their clients. Of particular concern was the fact that, not only did retail investors not understand the nature of the securities they were buying, but the dealers themselves did not understand what it was they were selling.

IIROC's specific findings included:

- 76% of the assets underlying non-bank ABCP were high-risk financial derivatives; some had exposure to subprime mortgages.
- None of the 21 Canadian brokerage firms that sold non-bank ABCP had reviewed the product through their internal due diligence programs to determine whether it was a suitable form of security to sell to clients.
- Brokerage firms did not do due diligence because they had relied on the high credit ratings given to non-bank ABCP by one credit rating service; in some cases, it was simply assumed that non-bank ABCP was a typical low-risk money market instrument.
- Investment dealers and advisors may not have satisfied their "know-your-client" rules.

The IIROC report contains 13 recommendations to address the responsibility of dealer members in the manufacture and distribution of investment products, including complex securities such as ABCP.

---

[1] Investment Industry Regulatory Organization of Canada, *Regulatory Study, Review and Recommendations concerning the manufacture and distribution by IIROC member firms of Third-Part Asset-Backed Commercial paper in Canada*, October 2008.

The CSA Review

Also in 2008, the Commission led a review of the ABCP crisis by the Canadian Securities Administrators (CSA). A discussion paper containing several proposals for regulatory reform was released in October of that year.[2] The key proposals, as highlighted to the Committee by Commission officials, are noted below.

Regulation of Credit Rating Agencies

According to the CSA review, regulators here and in other jurisdictions are agreed that one of the factors that contributed to the recent market turmoil was the ratings issued by credit rating agencies (CRAs). In particular, many investors relied on the high ratings CRAs assigned to asset-backed securities when making their investment decisions. In Canada, the only CRA that was willing to rate ABCP was heavily criticized for its failure to assess the true risk underlying these securities.

The CSA review identified several deficiencies in the practices and regulation of CRAs that contributed to the ABCP crisis. One problem was that CRAs may have relied on flawed rating methodologies when rating asset-backed securities. Another was the potential for conflict of interest that arises because CRAs are paid by the issuers of the securities they rate.

It was also observed that, unlike in the United States, CRAs in Canada are largely unregulated. Although the CSA was of the view that greater regulation would likely not have prevented the credit crisis, it was their conclusion that the absence of any real regulation of CRAs in Canada is an issue that should be addressed.

The CSA, therefore, proposed a regulatory framework that would

- require public disclosure of all relevant information used by CRAs in preparing a rating on a security;
- require that CRAs comply with a code of conduct prepared by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO); and
- give Canadian securities regulators the tools needed to actively regulate CRAs.

Commission officials cautioned that the regulation of CRAs is both a domestic and an international issue, and that Ontario and other Canadian jurisdictions should not "go it alone." In this connection, it was noted that the CSA is working closely with IOSCO in the development of an international regulatory template that could eventually be implemented here in Canada.

---

[2] Canadian Securities Administrators, *Securities Regulatory Proposals Stemming from the 2007-08 Credit Market Turmoil and its Effect on the ABCP Market in Canada: Consultation Paper of the Canadian Securities Administrators*, October 2008.

Other CSA Proposals

In addition to regulating CRAs, the CSA consultation paper proposed

- amending the short-term debt exemption rule (originally intended to allow traditional commercial paper to be sold without a prospectus) to make the exemption unavailable to the sale of asset-backed instruments, such as ABCP;
- improving disclosure with respect to ABCP;
- addressing the way in which ABCP was sold to investors by investment dealers and advisors; and
- reviewing whether there should be restrictions on mutual fund investments in ABCP.

Role of the Regulators

Investor rights groups that made submissions to the Committee were highly critical of the role played by securities regulators in the ABCP crisis. Their criticisms fall generally into two categories: regulatory decisions that contributed to the crisis, and the failure to respond once the crisis struck.

Decisions Alleged to have Facilitated the ABCP Crisis

It is alleged that the Commission facilitated the ABCP crisis through a series of decisions and omissions in the years leading up to the crisis. These include

- removing the minimum purchase requirement of $50,000, effectively allowing the sale of non-bank ABCP to small retail investors;
- exempting credit rating agencies (CRAs) from civil liability for misrepresentation in the secondary trading market;[3]
- allowing banks to sell ABCP, even though only one CRA was willing to give the securities the required rating;
- failing to supervise the CRAs that rated these securities; and
- failing to oversee securities dealers who misrepresented the true nature of ABCP to retail investors and/or broke industry "know-your-client" rules.

In its defence, the Commission pointed out that neither it (nor any other Canadian regulator) currently has any regulatory authority over CRAs. The Commission reiterated that it has, through its membership in the CSA, developed proposals for regulating the credit rating industry.

---

[3] In fact, this is a statutory exemption – it was not granted by the Commission. Under Part XXIII.1 of the Act (Civil Liability for Secondary Market Disclosure), certain "experts" are liable for misrepresentations contained in reports, statements or opinions they make in connection with an issuer's securities. Credit rating agencies are exempt from civil liability by virtue of the definition of "expert" in s. 138.1 of the Act, which excludes "an entity that is an approved rating organization for the purposes of National Instrument 44-101 of the Canadian Securities Administrators."

The exemption of CRAs from civil liability, the Commission explained, is necessary to ensure that CRAs will continue to consent to the use of their credit ratings. In the absence of the exemption, Canadian issuers would not be able to obtain the ratings that are essential to marketing their securities.

The Commission also noted that the CSA and IIROC reviews of the ABCP crisis contain proposals for ensuring that complex securities such as ABCP are not distributed without due diligence and suitability assessments by dealers/advisors, or without full disclosure of the nature of these products.

Weak Response of Regulators

Another criticism levelled at the Commission is that it did not play a more active role in protecting the public interest once the ABCP crisis began. We drew the Commission's attention to one media report in particular, in which a Commissioner was quoted as saying, "we didn't feel we had to jump in to protect investors."

Commission officials explained that, once the market for ABCP shut down in August 2007, there was no need for the Commission to "jump in" to protect investors – the damage had been done, and there was no danger of additional investors buying ABCP. Moreover, the Commission did not want to interfere with the private sector solution that was being pursued by the Pan-Canadian Investors Committee.

When asked why a delegated authority was the first to respond to the crisis, the Commission said it was appropriate for IIROC to conduct initial investigations, since it is the SRO with primary oversight of investment dealers – the people who sold ABCP. The Commission emphasized, however, that it continues to work with its counterpart in Quebec and with IIROC to review the conduct of registrants and issuers involved in the ABCP crisis. In his December 2008 testimony, Commission Chair David Wilson said, "there is a reasonable probability that [these investigations] will lead to some enforcement cases."

Finally, in response to criticism that it did not intervene in the ABCP negotiations to protect the interests of retail investors, the Commission indicated that, given the complexity of the issues involved, it is satisfied with the fact that the vast majority of retail investors will be fully compensated for their loss.

Committee Discussion and Recommendations

The Ontario Securities Commission has responded to the global financial crisis through a variety of measures intended to foster confidence in the integrity of Ontario's capital markets. As outlined above, the Commission has issued orders and conducted or participated in a series of compliance reviews and investigations. In addition, it continues to work with the provincial and federal governments, and with other domestic and foreign regulators to develop a coordinated response to this global problem.

According to the Commission, these actions have helped to stabilize the markets, and have identified regulatory gaps that need to be filled in order to prevent, or at least more effectively address, similar crises in the future.

Some stakeholders, however, were critical of the Commission's response to one symptom of the recent turmoil – the ABCP crisis. They say Commission decisions and policies contributed to the onset of the crisis, and that its response once it materialized was inadequate. They were also sceptical that the entities that sold ABCP to retail investors will be disciplined.[4]

In considering this very complex issue, it is obviously not the role of this Committee to second-guess decisions relating to the technical aspects of securities regulation. This is particularly the case when decisions were made in the context of unprecedented market conditions that were not fully understood by regulators here or in other jurisdictions. Nor would it be appropriate for us to comment on the possible outcome of ongoing investigations into potential breaches of securities law and rules.

More generally, however, we believe it is appropriate to comment on the Commission's general mandate to protect the public interest. In particular, we believe it is important that the agency charged with protecting the public interest be seen to be taking a leadership role when there is a major disturbance in the markets that threatens the interests of retail investors. In this respect, we have some concern that the Commission may have adopted a narrow interpretation of its public interest jurisdiction in responding to the ABCP crisis.

In less uncertain times, it might well have been appropriate for the SRO with immediate oversight of investment dealers to conduct initial investigations into how high-risk securities could have been sold as safe investments to retail investors. Given the magnitude of the ABCP crisis, however, and the fact that it occurred in the midst of great uncertainty in domestic and world markets, it has been suggested that the Commission, rather than a delegated authority, should have been the most visible representative of the public interest.

Some have also questioned why the Commission did not intervene in the ABCP negotiations to ensure that all retail investors received full compensation. In distancing itself from this process, the Commission left itself open to allegations that it is willing to protect some, but not all investors.

In the minds of most Ontarians, the Commission is the public's guardian in the capital markets. Therefore, in light of recent events, we believe it would be useful

[4] In December 2009, the OSC, IIROC and Quebec's securities regulator, the *Autorité des marchés financiers* (AMF), announced settlements with seven institutions in connection with the sale of ABCP. The settlements provide for the payment of $138.8 million in administrative penalties and investigation costs. It was also announced that the OSC and IIROC have instituted disciplinary proceedings against two other entities involved in the ABCP crisis. See Ontario Securities Commission, "ABCP Settlements Reached Following a Joint Investigation," *News Release*, December 21, 2009, Internet site at http://www.osc.gov.on.ca/en/NewsEvents_nr_20091221_hsbc-cibc.htm.

for the Commission to reassess the way in which it exercises its public interest jurisdiction.

1. **The Ontario Securities Commission is the administrative body with primary accountability for investor protection. The Committee, therefore, recommends that the Commission reassess the way in which it exercises its public interest jurisdiction, with a view to improving the Commission's effectiveness and accountability.**

The testimony we received also identified several regulatory issues arising out of the ABCP crisis that will need to be addressed. These issues concern the Commission's statutory authority to intervene in the public interest when retail investors are at risk, the role played by complex securities such as ABCP, the way in which these securities were sold to the public, and the role of the credit rating agencies that rated these products.

2. **The Committee recommends that the Ministry of Finance**
   - **review the statutory scope of the Commission's public interest jurisdiction; and**
   - **introduce legislation to establish a regulatory framework for credit rating agencies that meets international standards.**

3. **The Committee recommends that the Commission address the following regulatory issues:**
   - **amending the short-term debt exemption rule to make the exemption unavailable for the sale of asset-backed short-term debt, such as ABCP, so that issuers who sell such products must do so by way of a prospectus;**
   - **improving disclosure with respect to ABCP;**
   - **placing restrictions on the way in which complex debt products are sold to retail investors;**
   - **addressing the role played by dealers and advisors with respect to ABCP; and**
   - **reviewing the issues related to mutual fund investments in ABCP.**

ENFORCEMENT

Background

The Chair of the Ontario Securities Commission acknowledged that securities law enforcement is the aspect of his agency's mandate that receives the most criticism. Indeed, we heard from a number of stakeholders who reiterated longstanding complaints relating to enforcement. They claim the Commission does not vigorously enforce securities law, and that when cases are pursued, they often bog down in lengthy investigations and procedural delays. Weak enforcement, it is said, has fostered a perception that Ontario (and Canada) is soft on white collar crime, and has tarnished our international reputation.

Other presenters, however, emphasized that securities law enforcement is a complex area that involves cooperation among many players, including other securities regulators, self-regulatory organizations, police forces, and provincial and federal attorneys general. In short, the Commission is only one part of the so-called "enforcement mosaic."

Legal experts pointed out that there is both a criminal and a regulatory aspect to securities law enforcement, and that the Commission is responsible only for the latter; the police and the provincial Ministry of the Attorney General are responsible for the investigation and prosecution of criminal activity in the capital markets. Despite this clear division of responsibilities, however, we heard that a perception has developed that the Ontario Securities Commission is responsible for both aspects of securities law enforcement.

Another important point to note in this discussion is the fact that both the Commission and those responsible for criminal law enforcement must work within the limits of the Canadian Constitution. For example, as a regulator, the Commission has authority to compel testimony when conducting investigations into potential regulatory breaches. Constitutional limitations, however, prevent those responsible for criminal law enforcement from compelling witnesses to testify in a criminal investigation or proceeding. Constitutional constraints also preclude the Commission from sharing the information it collects in the course of its regulatory investigations with criminal enforcement authorities. These constraints present challenges to the Commission when working with the police and prosecutors in the enforcement of securities-related criminal law.

In considering this issue, therefore, we were advised to keep in mind the complexity of the existing enforcement mosaic, as well as the Constitutional challenges facing those responsible for criminal law enforcement.

Criminal Enforcement

The federal *Criminal Code* establishes several offences related to misconduct in the capital markets, including fraud and insider trading. A conviction under these provisions may result in a significant prison term. As noted, although Commission staff often cooperate in criminal investigations, ultimate

responsibility for criminal law enforcement lies with the police and the provincial attorney general.

Almost every submission we received commented on the apparent lack of enforcement in the area of securities fraud. According to securities law expert Anita Anand, such prosecutions "are virtually non-existent."

We also heard that the failure to aggressively investigate and prosecute criminal activity in the capital markets has contributed to a perception that Canada does not take seriously white-collar crime. More importantly, witnesses told us that this failure has real consequences. As described by the Commission's Chair,

> there should be recognition . . . of the harm done by white collar crime to people's health, their lifestyle, their mental health, their physical health. The impacts of white collar crime can be just as severe on citizens as violent crime, but traditionally the criminal justice system hasn't imposed the same kind of resourcing and sanctions on that kind of conduct.

Stakeholders were generally agreed that the solution is not to enact more legislation; rather, those responsible for criminal enforcement should be given the resources they need to enforce existing criminal law. Professor Michael Code, for example, said that

> our regulatory system is picking up the slack from the criminal law side of enforcement and being forced to treat . . . straight-ahead frauds as if they were regulatory problems. So the OSC is being cast in a role that's not appropriate for it, as are the other regulators across the country. We need to reinvigorate the criminal side of the enforcement business.

Witnesses who commented on the criminal law enforcement issue generally supported the concept of a dedicated, capital markets crime unit that has the resources necessary to hire and retain a multi-disciplinary staff. Some believe this should be implemented at the national level, possibly as part of a move to a national securities regulator. Reference was made, for instance, to the model recommended for further study by the Expert Panel on Securities Regulation. Under that model, a national regulator would have an enforcement division that has both criminal and regulatory powers.

Diane Urquhart, an independent financial analyst, and Gary Logan, a former member of the City of Toronto Police Force's fraud squad, say it is essential that any such body be independent of all regulators – national or provincial. They propose the creation of a national securities crime unit that would receive and assess securities crime complaints, and then assign the files to the appropriate federal, provincial or municipal authorities for investigation and prosecution. The rationale underlying this model is to prevent the RCMP and other police forces from delegating securities crime enforcement to securities regulators.

Another option brought to our attention is for the province to introduce a capital markets crime program, similar to the "guns and gangs" initiative announced by the Attorney General in 2007. Under the anti-gang initiative, Crown prosecutors, police and other criminal justice personnel work together under one roof in a focused effort to tackle gang-related crime. To deal with capital markets crime, it was suggested that the province could recruit a team of prosecutors with expertise in capital markets crime to prosecute cases in a specialized capital markets court. The court would be presided over by judges who have been trained to hear complex securities cases.

Commenting on this issue, the Commission noted that, although its mandate is restricted to that of a regulator, it does assist domestic and international enforcement bodies in the investigation of economic crime. For example, it works with the RCMP's Integrated Market Enforcement Teams (IMETs), and is home to the Joint Securities and Intelligence Unit that includes staff from the Commission, the RCMP and IIROC. This unit tracks unusual trading patterns in the market in order to detect early signs of economic crime. Recently, the Commission participated in a federal/provincial/territorial initiative to enhance the enforcement of securities fraud and related offences. This included the Commission's Chair acting as co-chair of the Securities Fraud Working Group, which issued recommendations for improving the investigation and prosecution of securities fraud cases.

On the specific issue of enhanced enforcement, the Commission indicated that it fully supports any reasonable measures that will deter and punish criminal activity in the capital markets. In this regard, the Commission noted that one of the reasons it is supporting the creation of a national securities regulator is the potential for improved enforcement.

Committee Discussion and Recommendations

Both the Commission and stakeholders were agreed on the need to improve enforcement of securities-related criminal law. It was also agreed that the best way to do this is not to enact more legislation, but rather to devote more energy to the enforcement of existing laws.

There was also consensus that the move to a national securities regulator should provide a real opportunity to improve criminal law enforcement. As discussed later in this report, we are urging the province and the Commission to continue its work in support of a national regulator.

In the interim, however, we believe the province should take steps within its jurisdiction to signal to the public that capital markets crime is being taken seriously. One way to do this would be to introduce a dedicated capital markets crime unit that has the resources and expertise to deal with the complexities of modern-day securities fraud and related criminal activity. Such a program would have a number of beneficial effects, including

- clarifying the confusion over who has responsibility for the enforcement of securities-related criminal law;
- improving investor confidence in the integrity of Ontario's capital markets;
- sending a message that there is a new approach toward economic crime; and
- establishing a template for criminal law enforcement at the national level.

> **4. The Committee recommends that the province establish a dedicated capital markets crime unit with sufficient resources to hire and retain specialized staff to investigate and prosecute the criminal law as it applies to misconduct in the capital markets.**

Regulatory Enforcement

Distinct from criminal enforcement is regulatory enforcement, the responsibility for which has been assigned to the Ontario Securities Commission. As described earlier, the *Securities Act* gives the Commission broad administrative enforcement powers that include the power to make cease-trade orders and to ban individuals from acting as directors or officers of a company. The Commission may also impose administrative fines of up to $1 million and order that ill-gotten gains be forfeited.

Although most witnesses focused on criminal enforcement, the general message we received is that all aspects of securities law enforcement need to be improved. ADVOCIS, for example, said, "we believe the Commission should place more emphasis on investigation and enforcement of regulatory policies and rules and on punishing bad behaviour."

In each of its presentations to the Committee, the Commission emphasized that "enforcement is a priority." In particular, we heard that the Commission is "focused on strengthening the compliance-enforcement continuum and increasing the use of coordinated inter-Branch compliance reviews to identify and prevent violations of Ontario securities law before they occur." In addition, the Commission said that efforts are being made to reduce the time it takes to complete investigations and to initiate proceedings.

In terms of specific enforcement activities, the Commission reported that its "boiler room" unit has been successful in shutting down sales operations that target unsophisticated retail investors, that it has obtained major freeze orders to preserve investor assets, and that it will be enhancing market surveillance in order to detect insider trading. A strategic review of the agency's enforcement activities is also underway.

We also heard that, in recent months, the Commission has

- concluded a settlement agreement regarding the backdating of stock options at Research in Motion;
- obtained the conviction of a mining company executive for insider trading; and
- hired a new Director of Enforcement, whom the Commission believes will bring the "vision and leadership" necessary to improve investor protection and market integrity.

Agency officials expressed general satisfaction with the range of regulatory tools available to the Commission, but said they continue to assess the Commission's regulatory needs in light of continuing market volatility. We were told, for example, that legislative amendments may be required to

- implement a regulatory framework for credit rating agencies;
- enhance the Commission's power to preserve assets during an investigation;
- expand the definition of illegal insider tipping; and
- clarify the Commission's jurisdiction over companies operating in the United States that are involved in the fraudulent promotion of stocks traded outside of major exchanges.

The Commission also said it is reviewing the question of how best to regulate complex securities, such as credit default swaps, which contributed to the onset of the current financial crisis.

Committee Discussion and Recommendations

Commission officials emphasized that regulatory enforcement is now a top priority at the Commission, and expressed their belief that recent enforcement actions will send a strong message of deterrence with respect to abusive conduct in the capital markets. We were also assured that a strategic review of the Commission's enforcement activities, combined with the hiring of a new Director of Enforcement, will enhance the Commission's ability to fulfil its enforcement mandate.

To ensure that the Commission continues to have the regulatory tools it needs, we recommend that priority be given to the legislative amendments identified by the Commission during our hearings. (We reiterate our earlier recommendation with respect to the regulation of credit rating agencies.)

5. **The Committee recommends that the Ministry of Finance give priority to the legislative amendments necessary to**

   - **implement a regulatory framework for credit rating agencies;**
   - **enhance the Commission's power to preserve assets during an investigation;**
   - **expand the definition of illegal insider tipping;**
   - **clarify the Commission's jurisdiction over companies operating in the United States in the over-the-counter market that engage in manipulative or illegal activities aimed at Ontario investors; and**
   - **regulate complex investment products, as they are introduced into the marketplace.**

INVESTOR PROTECTION

Background

Protecting retail investors was a major theme of our hearings. Indeed, we heard that this is an issue that will only grow in importance as more and more people rely on the capital markets for their retirement savings. On the other hand, ensuring that small investors continue to have the confidence to participate in those markets will be a major challenge for the Commission as markets change, and as increasingly complex investment products are added to the mix of securities available to ordinary investors.

As described below, investor protection takes many forms. Investors are protected if they receive advice from qualified professionals, have the information to make informed decisions, have access to effective complaint handling and dispute resolution mechanisms, are able to raise investor issues with regulators, and are educated about investing. Our comments and recommendations for improving investor protection begin on page 24.

The Investor/Advisor Relationship

An important part of the Commission's investor protection role is the registration and oversight of securities dealers and advisors. In this connection, we heard that ordinary investors are becoming increasingly dependent on registered professionals when making their investment decisions. For many retail investors, therefore, securities regulation means oversight of the investor/advisor relationship. As put by one Committee member, this is "where the rubber hits the road" for most investors.

We therefore asked the Commission how investors can be confident that they are receiving the best advice with respect to investing their savings. In particular, we asked whether there is any guarantee that advisors are putting the interests of their clients ahead of their personal interests.

Commission officials outlined the existing regulatory framework, which includes minimum proficiency standards for financial advisors (they must pass courses and refresher courses on a cyclical basis), and registration requirements, which means the Commission has authority to ban individuals from giving advice if they fall below industry standards. With respect to the potential for conflict of interest, the Commission said there is an expectation flowing from the "know-your-client" rules that an advisor's first obligation is to his/her client. The Commission's Chair acknowledged that rules will not always be followed, but said he is confident that they are, "99 per cent" of the time.

Our attention was also directed to two major initiatives the Commission believes will enhance the investor/advisor relationship:

- *Point of sale disclosure for mutual funds and segregated funds*: This proposal, developed by the Joint Forum of Financial Market regulators, is intended to give investors meaningful information before they decide to buy a fund. The proposed point of sale disclosure system includes a new mandatory fund summary document called Fund Facts, which investors would receive before they buy into a fund, and a revised "cooling off" right, which would allow an investor to cancel a purchase.
- *Registration reform project*: Described as the largest single project the CSA has ever undertaken, this initiative is intended to "harmonize, streamline and modernize the registration regime across the country." According to the Commission, the project will benefit investors by bringing registration requirements for investment advisors up to international standards of investor protection, and by capturing for the first time investment fund managers who manage mutual funds and similar retail products.

Complaint Handling/Dispute Resolution

Complaint Handling

Stakeholders asked the Committee to consider the recommendations of the Expert Panel on Securities Regulation on how to better serve investors (made in the context of the Panel's principal recommendation that there should be a national securities regulator), as well as proposals to reform IIROC's dispute resolution mechanism.

The Expert Panel recommended that

- there be a dedicated service to address the lack of information, guidance, and support for investors in the area of complaint-handling and redress; and
- that registrants be required to participate in the dispute resolution process of a legislatively designated dispute resolution body.[5]

In its response to stakeholder presentations, the Commission acknowledged that, despite recent efforts to improve complaint handling, investors continue to have concerns about the process. To address this issue, the Commission says it has been working with other Canadian regulators and SROs to improve complaint handling mechanisms. For example, they have developed a user-friendly, two-page guide to assist investors who wish to make a complaint. The guide is available online. In addition, the Commission has created an Investment Assistance area at its Contact Centre, which is intended to give investors access to professionals who can advise them on the complaints process.

It was also noted that IIROC recently sent to its members a proposal to establish standards and timelines for acknowledging, investigating and responding to complaints about the handling of client accounts. Under the proposed rule, dealer members would be required to advise clients of all options in the event they are not satisfied with the dealer's response. The Mutual Fund Dealers Association (MFDA) is proposing similar changes.

Dispute Resolution

The Commission said it supports the Expert Panel's suggestion that registrants (dealers/advisors registered under the *Securities Act*) be required to participate in the dispute resolution process of a legislatively designated body, and noted that a proposed CSA rule would require registrants to participate in independent dispute resolution services.

With respect to IIROC's arbitration program, the Commission explained that clients of IIROC members have access to the program, and that IIROC and MFDA members are also required to participate in the non-binding dispute resolution program offered by the Ombudsman for Banking Services and Investments (OBSI). In comparison with the IIROC program, the OBSI process is less formal and less costly. In addition, the OBSI allows claims of up to $350,000, whereas IIROC's limit is $100,000. According to the Commission, investors prefer the OBSI program.

The Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights (FAIR), and other investor rights groups, would like to see the IIROC process streamlined and made

---

[5] Expert Panel on Securities Regulation, *Creating an Advantage in Global Capital Markets: Final Report and Recommendations*, January 2009, pp. 33-35. The report is available online at http://www.expertpanel.ca/eng/index.html.

less costly. They also recommend that the maximum claim amount be raised from $100,000 to $350,000 (or higher).

We were informed that IIROC has announced a review of its arbitration program that will include an assessment of the monetary threshold.

Restitution

In its 2009 report, the Expert Panel on Securities Regulation recommended that

- the proposed national securities regulator have the power to order compensation where there has been a violation of securities law so that investors do not have to resort to the courts; and
- that an investor compensation fund be established, funded by the industry, to allow the securities regulator to provide direct compensation to wronged investors.

Currently, the Ontario Securities Commission has power under the *Securities Act* to apply to the courts for a compensation order in favour of wronged investors, but does not have the power to order compensation directly.

When it considered this issue in 2004, the Legislature's Standing Committee on Finance and Economic Affairs observed that regulatory agencies such as the Ontario Securities Commission typically do not have the power to make restitution orders, since the purpose of regulatory bodies is protective, rather than remedial. The Finance Committee recommended that the province and the Commission develop a "workable mechanism that would allow investors to pursue restitution in a timely and affordable manner . . . ."

Given the uncertainty that surrounds the establishment of a national securities regulator in Canada, investor rights groups recommended that the Expert Panel's recommendations on investor restitution be implemented in Ontario – today. When asked whether these proposals represent best practices, the investor rights group FAIR observed that "these are things happening around the world. They're not . . . earth-shattering ideas." Even other provinces, it was pointed out, have moved on these issues. For example, some provincial regulators have the power to order restitution.

In its response to presenters, the Commission states: "We agree that ways to compensate investors more quickly and with less cost should be explored." The creation of an industry-funded compensation fund, the Commission says, "merits consideration," but in the context of a move to a national regulator.

An Investor Advisory Body

In 2006, the Commission formed the Investor Advisory Committee (IAC) as one of its consultative committees. The Commission's Chair made the following statement when the IAC's membership was announced:

> We believe that direct investor input is critical to the health of Ontario's capital markets and we are looking to the IAC to play a key role in our efforts to address issues of importance to retail investors.

The testimony we received from stakeholders and Commission officials revealed differing expectations with respect to the mandate of this consultative body.

Commission officials maintain that the IAC was established with a two-year mandate, and that a decision was made at the end of the two years that there should be a "pause" to determine whether there is a better way to receive the concerns of retail investors. We heard that, in the spring of 2008, the Joint Standing Committee on Retail Investor Issues was formed to consider matters relating to retail investors. The Joint Standing Committee consists of senior executives from the Commission, IIROC, the MFDA and the Ombudsman for Banking Services and Investments, and is considering the concept of a reconstituted consumer panel. In the Commission's view, the Joint Standing Committee is well-positioned to consider investor issues because the process includes the SROs – the people who directly oversee investment dealers/advisors.

The Commission's testimony stands in contrast to the presentation we received from Pamela Reeve, a member of the Small Investor Protection Association and a former member of the IAC. Ms Reeve told us that she and other former members of the IAC feel they were misled about the advisory body's mandate. It was their understanding that initial appointments were to be for two-year terms, but that the IAC itself would continue to function beyond that time. Ms Reeve said that she and other members learned only indirectly that the IAC's mandate would not be extended. She disputes the Commission's claim that the Joint Standing Committee will have better insight into investor issues because SROs are at the table; consultation with SROs, she said, had been a feature of the IAC process. In any event, small investors are not represented on the Joint Standing Committee.

More generally, Ms Reeve and other investor rights advocates say it is critical to both investor confidence and investor protection that there be a formal mechanism by which the views of ordinary investors can be presented to industry regulators. In this regard, we were specifically asked to consider the model that has been adopted in the United Kingdom, where the financial services consumer panel operates with a research budget and issues reports. Members of the UK panel receive compensation.

In its response to presenters, the Commission emphasized that its "mandate, operations and initiatives reflect the importance of investors to the Commission's work." In addition to the Joint Standing Committee, the Commission referred to its other investor-related initiatives, such as proposals to reform the complaint handling and dispute resolution process, the point-of-sale disclosure document and the registration reform project. The Commission also says it will be establishing an Investor Secretariat, which will "better identify and address issues of concern to investors."

Investor Representation at the Commission

A recent advertisement posted by the Ontario government's Public Appointments Secretariat invited applications for three part-time commissioner positions at the Commission. The advertisement stated the Commission was looking for individuals with management or leadership experience with a corporate issuer or an investment dealer, or significant experience in securities litigation or adjudication.

According to stakeholders, these job criteria reflect a narrow view of the securities world. ADVOCIS, for example, described the Commission as "issuer/dealer centric," in both its composition and in its regulatory philosophy. Others observed that there is "no shortage" of investment bankers and Bay Street lawyers at the Commission. These presenters recommended that at least one position on the Commission's board be reserved for an individual who could bring a retail investor perspective to the agency's deliberations.

The Commission's official position on this issue was stated in its response to stakeholder presentations:

> The Commission's Governance and Nominating Committee seeks to find individuals who, in the aggregate, have expertise in retail and institutional investment as well as a number of areas, including accounting/auditing, finance, investment management, investment banking, banking or insurance, and legal and adjudication.
>
> All Commissioners are sensitive to investor issues. It is inconsistent with our statute and our corporate charter to allocate Commission positions to particular representation.

This response prompted stakeholders to issue the following clarification of their proposal:

- The concept of an investor representative is no different from reserving a position on the Commission's board for an individual from a listed company.
- An investor representative would be expected to perform the same duties as other commissioners. Therefore, the appointment of an investor representative would not conflict with the *Securities Act* or the Commission's corporate charter.

Financial Literacy

Although there was consensus that financial literacy is an important component of investor protection, and will become even more so as a broader cross-section of Ontarians participate in the capital markets, some stakeholders maintain that the securities industry has made only token efforts to better educate retail investors.

It was suggested, for example, that posting financial education material on a regulator's website is simply a way of shifting responsibility for investor protection back on to investors.

Investor rights groups, therefore, are urging the federal and provincial governments to show leadership on this issue by developing and implementing financial literacy strategies. The Ontario government was specifically encouraged to introduce financial literacy courses into the province's high school curriculum.

In its response to presenters, the Commission expressed general support for these proposals, and outlined a number of measures it has taken to improve overall financial literacy. These measures include:

- In 2000, the Commission established the Investor Education Fund (IEF). In addition to hosting a comprehensive website, the IEF promotes financial literacy in the school system by training teachers to teach financial literacy in the classroom, and by making presentations to students. The IEF also has a community-based adult financial literacy program.
- The Commission has indicated its support for and willingness to work with a federal task force that will be making recommendations on a national financial literacy strategy. It also participates in numerous national investor education and financial literacy initiatives sponsored by the CSA and other national organizations.
- The Commission is currently involved in discussions with Ontario's Ministry of Education regarding the introduction of financial literacy courses into Ontario high schools.

We also received two recommendations to amend regulatory provisions relating to investor literacy. The first concerns the "accredited investor" exemption, which allows individuals who meet certain financial criteria to buy securities that have been issued without a prospectus (it is assumed that such people are financially literate, or can afford to retain people who are). FAIR says the effect of the exemption is to allow investment advisors to abdicate their responsibility for ensuring that investors are, in fact, sophisticated. The group recommends that the Commission review the accredited investor exemption and that investors be required to produce objective evidence of financial literacy. This, it is argued, would shift responsibility for investor protection back on to the experts in the industry.

In response to this proposal, the Commission noted that while such exemptions are under constant review, the current financial crisis has prompted the CSA to begin a policy review to assess the eligibility criteria with respect to the accredited investor exemption.

FAIR also recommended that investment advisors be made responsible for ensuring that consumers fully understand the products they are buying. In

response, the Commission said it is working to improve product disclosure to retail investors through such initiatives as the point-of-sale disclosure project, which will provide investors with plain language information about mutual funds, including information on performance, risk and costs, before the investor makes the decision to purchase. Such initiatives, it was noted, are in addition to "know-your-client" and "product suitability" rules that apply to advisors.

Committee Discussion and Recommendations

The evidence presented to us indicates that the Commission and SROs are moving to address many of the consumer protection issues of concern to retail investors. For instance, the measures that have been taken by the Commission and IIROC to improve investor complaint handling should make that system both easier to negotiate and more responsive. As noted, IIROC is conducting a review of its dispute resolution mechanism that will include a reassessment of its monetary threshold.

Similarly, we heard that the Commission has undertaken a wide range of investor literacy initiatives that includes discussions with the Ministry of Education regarding the introduction of financial literacy courses into Ontario high schools.

However, while regulators are to be commended for these initiatives, we also believe there are further investor protection measures that should be implemented.

Restitution

Retail investor groups have long advocated for a restitution mechanism that would allow wronged investors to avoid having to use the courts to recover their losses. The Commission agrees there is a need for a better way to provide investor restitution, but does not endorse proposals that would give it the power to make restitution orders. Similarly, the Commission supports the concept of an industry-funded compensation fund, but believes this makes more sense at the national level.

As we note in our discussion of a national regulator, we believe Ontario should be setting investor protection standards that can eventually be incorporated at the national level. Accordingly, it is our view that enhanced investor restitution measures should not be contingent on the implementation of a national regulator.

6. The Committee recommends that the Ministry of Finance take the steps necessary to

- **give the Commission power to make restitution orders when there has been a violation of securities law; and**
- **establish an industry-funded compensation fund.**

Consulting Investors

Investor protection groups expressed a clear sense of exclusion as a result of the demise of the Commission's Investor Advisory Committee. In their opinion, it is critical to investor confidence and investor protection that the Commission have a formal mechanism for receiving the views of ordinary investors.

We received a mixed message from the Commission on this issue. On the one hand, it supports the notion of an investor advisory panel; on the other, it appears to be lukewarm to the idea of a reconstituted consultative body at the provincial level. In response to our questions on this issue, the Commission said it is exploring the idea of whether a consumer panel can work as an "Ontario-only initiative," as a "securities-only initiative," or whether it would be better to consult consumers of all financial products.

It is unclear to us why the concept of an investor advisory panel is considered to be a good idea as part of a national regulatory scheme, or in the broader context of all financial products, but is considered to be less workable at the country's largest securities regulator. We agree with stakeholders that there should be an enhanced investor advisory body at the Commission.

> **7. The Committee recommends that the Commission establish an investor advisory body, based on the financial services consumer panel in the United Kingdom.**

Investor Representation at the Commission

We were urged by investor protection groups to recommend the creation of a designated investor representative position on the Commission's board of commissioners. The Commission, however, clearly has reservations about this proposal. During the hearings, the Commission's main concern appeared to be that it is being asked to recruit an individual who would not have the expertise traditionally required of commissioners. In its formal response to presenters, the Commission states that the concept of an investor representative is inconsistent with the requirements of the Act and the agency's corporate charter.

In a clarification of this proposal, stakeholders explain that they were not contemplating the appointment of a lay person; rather, the investor representative would be expected to perform the duties normally required of a commissioner, while at the same time bring an investor perspective to the Commission's policy deliberations.

We believe it is important, especially in the aftermath of the ABCP crisis, for retail investors to know that a member of the board is specifically responsible for representing their interests at the Commission. Therefore, we are endorsing the proposal for an investor representative at the Ontario Securities Commission.

8. The Committee recommends that the Ministry of Finance take the steps necessary to create an investor representative on the Commission's board of directors.

Self-Regulation

Finally, we recognize that there are some groups and individuals who will not be satisfied with the investor protection measures discussed in this report. For these stakeholders, the system of self-regulation will never be fully responsive to the concerns and needs of retail investors.

While we did not receive sufficient evidence to make recommendations for overhauling the system of self-regulation in this province, we believe the observations of Ermanno Pascutto (FAIR) are worth noting:

> Everyone seems to want to criticize the self-regulatory system that we have in this country. I have seen self-regulation work in London, I've seen self-regulation work in Hong Kong, and it can be made effective. I saw self-regulation operate in Ontario in the 1980s and it was completely hopeless. It was nothing more than an advocacy body for the industry. Times have changed. It has evolved. IIROC is a very different organization than the IDA was a few years ago. We have a self-regulatory system in place. Rather than constantly kicking it all the time, why don't we . . . make it work more effectively? IIROC doesn't have powers of investigation like the securities commission has. Why don't we give it better powers of investigation? IIROC doesn't have the ability to collect fines. Members simply drop their memberships and walk away. Why don't we give them the power to collect fines? Why don't we help them become more effective? As long as we have a self-regulatory system in place, let's make it work better.

ACCOUNTABILITY AT THE COMMISSION

Part of the mandate of the Standing Committee on Government Agencies is to consider ways for improving accountability at the agencies it reviews. In this regard, we heard from two witnesses who reminded us that, five years ago, another legislative committee made a recommendation to improve oversight of the Ontario Securities Commission that has never been fully implemented.

In 2004, the Standing Committee on Finance and Economic Affairs reviewed the Five-Year Review Committee's report on Ontario securities legislation. During its hearings, the Finance Committee heard that, in comparison with the SEC in the United States, there was little legislative oversight of its Ontario counterpart.

In particular, it was pointed out that the SEC was subject to extensive congressional oversight, and had its own internal inspector general. Based on that information, the Finance Committee recommended that the Commission's annual reports be referred to a committee of the Legislature, and that the committee have the power to summon witnesses to answer questions about progress in implementing recommendations approved by the Legislature.

An amendment to the *Securities Act* in 2005 appears to be the legislative response to the Finance Committee's recommendation. Specifically, s. 3.10 of the Act provides:

> 3.10(1) Within six months after the end of each fiscal year, the Commission shall deliver to the Minister an annual report, including the Commission's audited financial statements, on the affairs of the Commission for that fiscal year.
>
> (2) Within one month after receiving the Commission's annual report, the Minister shall lay the report before the Assembly by delivering the report to the Clerk.
>
> (3) After the annual report is laid before the Assembly, a standing or select committee of the Assembly shall be empowered to review the report and to report the committee's opinions and recommendations to the Assembly.

We note that the Standing Committee on Finance and Economic Affairs has been deemed to be the legislative committee to receive the Commission's annual reports and to conduct reviews of those reports. To date, the Finance Committee has not met for the purpose of s. 3.10 of the *Securities Act*.

The investor protection group FAIR also recommended that the committee designated to review the Commission's annual reports should have the ability to retain securities regulation experts who could perform audits of the Commission. These audits would be available to the committee when it conducts its annual reviews.

In its response to presenters, the Commission states that it is already subject to a "robust accountability framework" that includes

- a Memorandum of Understanding that sets out the accountability relationship between the Commission and the Minister of Finance;
- a requirement to provide the Minister with business plans, operational budgets and plans for significant changes in operations/activities at the Commission;
- a requirement to deliver an annual report and audited financial statements to the Minister for tabling in the Legislature;

- publication of an annual Statement of Priorities for public comment and delivery to the Minister; and
- publication of policies and rules for public comment and consideration by the Minister.

In addition, the Commission is subject to significant oversight by the Ontario Legislature. The Legislature's oversight powers include the Standing Committee on Government Agencies, which has authority to review and report to the House its observations, opinions and recommendations on the operations of government agencies, and the appointment of a standing or select committee to review the Commission's annual reports under s. 3.10 of the Act.

With respect to the proposal for additional regulatory audits (as part of a legislative committee review under s. 3.10 of the Act), the Commission states:

> We don't believe that an additional regulatory audit is necessary or would provide any improvement in existing oversight.

Committee Discussion and Recommendation

The Commission currently operates within an extensive accountability framework; however, we believe the Legislature should be fully exercising its oversight powers with respect to the Commission.

> **9. The Committee recommends that the Standing Committee on Finance and Economic Affairs exercise its power to review the annual reports of the Ontario Securities Commission.**

A National Securities Regulator

Economists, market participants and industry observers have long argued that the current system of 13 sets of securities laws and 13 regulators increases the costs of doing business in Canada. They say a national securities regime would make Canadian capital markets more efficient and more competitive.

More recently, it has been emphasized that we need a single regulator to respond to rapid developments in national and global markets and to represent Canada's interests on the international stage.

In its January 2009 report, the Expert Panel on Securities Regulation recommended "the establishment of the Canadian Securities Commission to administer a single securities act for Canada." This was followed by the 2009 federal budget, which announced the creation of an office to manage the transition to a national regulator.

Our hearings also revealed widespread support for this initiative. Commission Chair David Wilson told the Committee that his agency fully supports the Expert Panel's recommendation and "is prepared to make that goal a reality." He also succinctly stated the case for a national regulator:

> Capital markets are not provincial; capital markets are national, and in fact, they have become, as we all have learned, international.

Most stakeholders were agreed that a national regulator would be a more efficient model, especially from an enforcement perspective. The Canadian Coalition for Good Governance said it would like to see a more integrated model, under which the securities, banking and insurance industries, as well as anyone else involved in the capital markets, would be subject to the same regulator.

Finally, we note that Ontario, the Canadian jurisdiction with the largest capital market and the most influential securities regulator, has long supported the concept of a national regulator. The province's position was stated most recently in the 2009 budget speech:

> Ontario has long advocated for a common regulator, and is pleased to see the [Expert] Panel's recommendations endorse the government's position. . . . The government will work in the coming year with federal, provincial and territorial governments to make this initiative a reality.

Committee Discussion and Recommendation

In our view, the evidence in favour of a national securities regulator is overwhelming, particularly in light of the growing need for regulators to be able to respond to rapid changes in global markets.

Our support for a national regulator, however, should not be interpreted to mean that we attach less importance to the issues identified in our other recommendations. As the province with the largest securities regulator, we believe Ontario should be setting standards that can eventually be adopted at the national level.

10. The Committee recommends that the Commission and the province continue to work with the federal, provincial and territorial governments, as well as with other regulators and stakeholders, toward the development and implementation of a national securities regulator.

OTHER REGULATORY ISSUES

Corporate Governance

Background

Corporate governance can be defined as

> the relationship between all the stakeholders in a company. This includes the shareholders, directors, and management of a company, as defined by the corporate charter, bylaws, formal policy and rule of law. Ethical companies are said to have excellent corporate governance.[6]

Improved corporate governance was the theme of a presentation we received from the Canadian Coalition for Good Governance. The Coalition says the need for reform in this area is highlighted by the corporate decision-making that produced the current economic recession. According to the Coalition, the key to better corporate governance is "shareholder democracy."

In Ontario, the substance of corporate governance is regulated by business corporations statutes. Specifically, Ontario's *Business Corporations Act* (OBCA) governs such matters as shareholder meetings, the corporate election process and other corporate governance practices. The corresponding statute at the federal level is the *Canada Business Corporations Act*.

Corporate governance is not, however, exclusively a matter of corporate law. Securities regulators also have authority to make rules and policies relating to corporate governance practices when those practices have an impact on investor protection or investor confidence.

For instance, in Ontario, the primary rules governing the proxy voting process, including the content of management proxy circulars delivered to shareholders,[7] are prescribed under the OBCA. However, because management proxy circulars contain information that is important to investors when making a decision to buy or sell a company's securities, the content of circulars is also considered to be an investor protection issue. Accordingly, the Ontario Securities Commission's continuous disclosure rules require that companies provide information in management proxy circulars that is in addition to corporate law requirements.

The Commission has also developed corporate governance rules to reflect the reforms adopted by the United States Congress and the SEC following the collapse of Enron and other large corporate failures in 2002. These rules deal with company directors, including the composition and responsibilities of audit committees and the requirement to have independent directors. The rules are

---

[6] Investopedia online dictionary at http://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp.

[7] According to Investopedia, "the proxy discloses important information about issues to be discussed at an annual meeting, lists the qualifications of management and board members, serves as a ballot for elections to the board of directors, lists the largest shareholders of a company's stock and provides detailed information about executive compensation."

intended to promote investor confidence in the capital markets and are supplementary to corporate law requirements.

Generally speaking, there are two competing views of corporate governance and the need for reform. On one side are those who believe corporate governance is primarily a matter of corporate law, since the substance of shareholder democracy issues has traditionally been regulated by business corporations statutes. Those in this camp say it is a mistake to equate corporate democracy with political democracy, and generally believe that shareholders receive adequate protection under existing corporate law.

On the other side of this debate are those, such as the Canadian Coalition for Good Governance, who believe that the lack of democracy in the way corporations are run provides shareholders with little protection and ultimately produces bad corporate decision-making. Those in this camp tend to see corporate governance as a securities regulation issue, in part because they believe securities regulators are better positioned to effect change. Specifically, it is said that securities regulators can provide the impetus for reform because they have the specialized knowledge and understanding of capital markets and market participants, and are able to respond more quickly to emerging corporate governance issues through their rule-making powers.

Shareholder Democracy

Commission officials testified that the corporate governance issues in Ontario (and Canada) are currently under review. In December 2008, the Canadian Securities Administrators published for comment a proposal to replace the current "comply or explain" corporate disclosure regime with one that is more principles-based. The CSA is also reviewing shareholder democracy issues and will be consulting stakeholders and investors as part of that review. In addition, the Ontario Securities Commission is participating in an international task force that is reviewing the rights of minority shareholders in listed public companies.

In its presentation to the Committee, the Canadian Coalition for Good Governance stated that it is fundamentally opposed to the CSA's proposed corporate governance guidelines. The Coalition's main objection is that the CSA proposals would retain a system in which corporate boards and management determine what level of shareholder democracy is appropriate for each company. According to the Coalition, a meaningful shift toward shareholder democracy will only occur through rules – it will not happen voluntarily.

The Coalition made several recommendations for improving corporate governance. Two of these are briefly discussed below.

Voting for Directors

The Coalition argues that corporate decision-making would improve if shareholders had more oversight of the decision-making process. One way to do this is to give shareholders the right to vote for individual directors. Currently, the usual practice is for the company to nominate a slate of directors, so that a

shareholder must either vote for all nominees or abstain from voting. This system, it is argued, limits the ability of shareholders to consider alternative directors and leads to an entrenched board.

The Coalition also supports the adoption of "majority voting," under which shareholders would have the right to cast votes for or against each nominee director. Existing rules provide that a shareholder who does not approve of a director may only withhold its vote.

In its response to presenters, the Commission pointed out that there is no legal prohibition against individual director elections, although the practice at most companies is to elect a slate of directors. Some public companies, it was noted, have voluntarily instituted individual director voting.

A move to majority voting, however, would require amendments to both securities and business corporations statutes. The Commission says it has initiated discussions with federal and Ontario corporate regulators on the merits of majority voting.

Shareholder Approval of Major Transactions

The Coalition (and the investor rights group FAIR) argues that major corporate decisions, such as large share acquisitions or share issuances, should be subject to shareholder approval. The concern here is that "transformational transactions" involving large numbers of shares can affect the voting, distribution and residual rights of shareholders.

The Commission acknowledges that this can be a problem, and noted that the TSX, in consultation with the Commission, has undertaken a public review to assess the value of requiring shareholder approval for decisions that result in significant stock dilution.

Committee Discussion and Recommendations

We heard that democracy in corporate governance is an issue that is coming into prominence, both here in Ontario and in other jurisdictions. Reform in this area, however, is complicated by at least two factors. Changes to the law would require amendments to more than one statute and would involve more than one level of government. In addition, there is an ongoing debate between those who believe corporate governance is a matter that should remain primarily within the realm of corporate law and those who say that securities regulators should provide the impetus for reform.

As noted, the CSA released a draft National Policy in 2008 containing proposed corporate governance principles.[8] The Commission is also involved in reviews

[8] On November 13, 2009, the CSA announced that it "does not intend to implement the Proposal as originally published." See Ontario Securities Commission, "Canadian Securities Regulators to maintain current corporate governance regime," *News Release*, November 13, 2009, Internet site at http://www.osc.gov.on.ca/en/NewsEvents_nr_20091113_csa-58-305-governance-regime.htm.

and discussions with respect to corporate governance issues. In our view, the province should become actively involved in this emerging issue.

> **11. The Committee recommends that the province institute a formal review of democracy in corporate governance in Ontario.**

Demutualization of the Toronto Stock Exchange

Background

Although not recognized as an SRO by the Ontario Securities Commission, the Toronto Stock Exchange (TSX) plays an important regulatory role within Ontario's system of securities regulation. This point was highlighted in the presentation we received from FAIR, which alleges that the current business structure of the TSX has compromised the Exchange's ability to perform its regulatory duties.

To put this issue into context, we briefly outline the role of stock exchanges, and the recent trend that saw stock exchanges transformed from mutual organizations into for-profit enterprises.

The Dual Role of Stock Exchanges

Stock exchanges perform both a commercial and a regulatory role. As a commercial entity, an exchange provides trading facilities for the trading of securities that have been accepted for listing on an exchange. Revenues are earned from the fees charged for listings, trading services, membership, market data and other services and information provided by the exchange. Fees are paid directly by the listed companies, brokers and others who use or purchase services and information.

As a regulator, stock exchanges perform a public interest role by regulating trading on the exchange and by monitoring listed companies. Regulation of market conduct (i.e., trading on the exchange) includes monitoring of trading activity and enforcing the rules of trading. Regulation of listed issuers ensures that listed companies meet certain financial, corporate governance and other quality standards established by the exchange.

Demutualization

Traditionally, stock exchanges operated as member-owned, non-profit organizations. Over the last decade, however, major exchanges around the world converted from mutual organizations to for-profit, shareholder-owned companies. This restructuring is known as "demutualization."

The main factors driving demutualization were technology and competition. To be able to purchase expensive, state-of-the art trading technology, exchanges needed to be able to raise capital. To compete with low-cost alternative trading

systems, such as electronic communication networks, traditional exchanges needed to move to a business structure that allowed for more efficient decision-making.

In 2000, the Ontario Securities Commission approved the conversion of the TSX from a mutual organization to a shareholder-owned, for-profit company. At that time, the Exchange created a separate division to perform its regulatory functions. Today, the TSX contracts with IIROC for the performance of market conduct regulation; however, the Exchange continues to perform issuer regulation.

Concerns about Demutualization

Critics of demutualization say that the potential for conflict of interest inherent in the system of self-regulation is magnified when the regulator becomes a for-profit entity. Specifically, it is suggested that for-profit exchanges cannot be trusted to make regulatory decisions in the public interest when their revenues are derived from the companies they are supposed to be regulating.

The investor rights group FAIR told the Committee that demutualization of the TSX has contributed to the deterioration of shareholder rights. It was pointed out, for example, that, since 2000, the Exchange has allowed major transactions to proceed without shareholder approval, even though these transactions have resulted in a "massive" dilution and loss of value for public shareholders. FAIR says these regulatory decisions were based on the need to please the managers of the companies listed on the Exchange, rather than the public interest:

> The Toronto Stock Exchange was allowed to regulate listed companies even after it demutualized and became a listed for-profit company itself. There is inherent conflict in the for-profit status of the Toronto Stock Exchange and its role as a regulator. The Toronto Stock Exchange views listed companies, or more accurately the management of listed companies, as its clients. Shareholders do not have any standing before the Toronto Stock Exchange.

According to FAIR, Ontario has fallen below international standards with respect to matters under the jurisdiction of the TSX. In particular, it is asserted that stock exchanges in other markets where there has been demutualization, such as New York and Hong Kong, have more effectively separated their business and regulatory functions. In the United Kingdom, the securities regulator simply took over the function of issuer regulation.

To address the potential for conflict of interest at the TSX, FAIR recommends that issuer regulation be performed by a separate entity within the Exchange that has its own board of directors. In the alternative, it recommends that the Exchange's regulatory functions operate independently of its business activities, with appropriate Chinese Wall and other checks and balances.

In response to the FAIR submission, the Commission points out that both aspects of the TSX's regulatory functions (the contract with IIROC for market regulation and continued issuer regulation by the Exchange) were made subject to terms and conditions contained in the recognition order issued by the Commission (the order recognizing the new for-profit exchange). These terms and conditions include a requirement that at least 50 percent of the TSX board be composed of independent directors. The recognition order also addresses the potential for conflict arising out of the listing of the TSX Group (the Exchange's for-profit company) on the TSX.

Committee Discussion and Recommendation

Major stock exchanges such as the TSX maintain that demutualization was essential to be able to obtain modern trading technology and to be able to compete with alternative forms of trading. Investor rights groups say that demutualization, as implemented at the TSX, has amplified the potential for conflict of interest inherent in self-regulation.

Our concern is with the perception that the TSX falls below international standards with respect to the separation of its regulatory and commercial activities. Therefore, we are recommending that the Commission revisit this issue to assure investors that, when regulatory decisions are being made at the country's largest securities exchange, the public interest will always take priority.

> **12. The Committee recommends that the Commission review the potential for conflict of interest between the regulatory and commercial functions of the Toronto Stock Exchange and that it take the steps necessary to address any problems identified.**

Principles-Based Regulation

We received a presentation from ADVOCIS, the Financial Advisors Association of Canada, which represents more than 10,000 financial advisors and planners across Canada, including 5,000 in Ontario. Most operate independent, small businesses that provide financial products and services, including comprehensive financial planning and investment advice. The emphasis is on long-term planning. The majority of ADVOCIS members are regulated by provincial securities regulators, such as the Ontario Securities Commission.

The ADVOCIS presentation focused on the impact of securities regulation on consumer access to financial advice. Specifically, ADVOCIS argues that the highly prescriptive, rules-based regulatory framework we have today imposes high compliance costs that fall disproportionately on small financial services businesses. The group further contends that many of the existing regulatory requirements are not justified by the presence of any real risk to consumers. According to ADVOCIS, the ultimate effect of the current regulatory approach

will be to concentrate financial services in the hands of a few large financial institutions, which will in turn mean reduced choice for consumers.

To reverse this trend, ADVOCIS recommends that Ontario move to a "principles-based" regulatory system. Principles-based regulation, it is said, offers greater flexibility to deal with changing circumstances and new products because it focuses on results. We were told that principles-based regulation has been successfully implemented in the United Kingdom.

In its response to the ADVOCIS proposal, the Commission argued that effective securities regulation requires a proper balance of rules and principles; that is, striking the right balance between certainty and predictability (rules) and flexibility (principles). Ontario's regulatory system, the Commission suggested, currently reflects this balance. For example, the *Securities Act* enunciates a number of principles in addition to the rules it prescribes:

- The Commission is authorized to make orders in the public interest.
- Market participants are required to act with integrity.
- Registered dealers and advisors are required to deal fairly, honestly and in good faith with their clients.
- Disclosure documents must not be misleading

It was also pointed out that the rules applicable to members of IIROC and the MFDA are based on clearly articulated principles. An MFDA rule, for example, states that its members must not engage in business conduct that is "unbecoming or detrimental to the public interest."

According to the Commission, principles-based regulation in the United Kingdom (and in other countries) is being re-evaluated in light of the current financial crisis.

Finally, we heard that the Expert Panel on Securities Regulation favours the adoption of a more principles-based approach to securities regulation, but recommends that this be implemented "with care, particularly with due regard to reducing regulatory uncertainty."

Committee Discussion

Principles-based regulation is another emerging issue that is the subject of ongoing debate. Some argue that complex, rules-based regulation does not necessarily produce better results. In the context of the financial services sector, we heard from financial advisors that the compliance costs associated with rules-based securities regulation will ultimately mean diminished consumer choice.

Others believe it is important to have prescriptive rules in order to ensure certainty. Those who favour this approach point out that many economists and other expert commentators believe that the current financial crisis has its origins in the deregulation of the financial sector.

On balance, it is the Committee's conclusion that now is not the time for less securities regulation. Rather, we agree with the position taken by the Commission: "the use of both principles and rules is necessary in the formulation of effective securities regulation." In the event that a shift toward principles-based regulation is deemed desirable in the future, we endorse the cautious approach recommended by the Expert Panel on Securities Regulation.

GLOSSARY OF TERMS

Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) is short-term corporate debt (maturity of less than one year) made up of bundles of loans such as mortgages, credit card receivables and car loans. The debt is packaged and sold as securities to investors. The distribution of ABCP is generally exempt from prospectus requirements.

Canadian Securities Administrators (CSA) is the umbrella organization representing Canada's 13 provincial and territorial securities regulators. Its purpose is to coordinate and harmonize securities regulation in Canada.

Credit default swap (CDS) is a contract designed to provide the buyer of the CDS with credit protection. The seller of the CDS guarantees the credit worthiness of security by paying the buyer a predetermined amount in the event of default.

Expert Panel on Securities Regulation is the advisory panel appointed by the federal Minister of Finance in 2008, chaired by the Honourable Thomas Hockin. The Panel published *Creating an Advantage in Global Capital Markets: Final Report and Recommendations* in January 2009.

Five-Year Review Committee was a panel of securities regulation experts, appointed in 2000 by the Minister of Finance under the provisions of the *Securities Act*, to review securities legislation in Ontario. The Review Committee's Final Report was released in March 2003 and was the subject of hearings and a report by the Legislature's Standing Committee on Finance and Economic Affairs in 2004.

Integrated Market Enforcement Teams (IMETs) are composed of police, lawyers and other investigative experts and are located in Canada's major financial centres. IMETs are jointly managed by the RCMP, the federal justice department and other partner departments and agencies. They work with securities regulators on major securities fraud cases.

Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) is the national self-regulatory organization that oversees investment dealers and trading activity in the capital markets. IIROC was formed in 2008 through the consolidation of the Investment Dealers Association (IDA) and Market Regulations Services Inc..

Investor Advisory Committee (IAC) was a committee of 10 members selected by the Commission to represent the interests of retail investors. The IAC operated as one of several Commission advisory committees from 2006 to 2008.

Joint Forum of Financial Market Regulators consists of representatives from Canadian pension, securities and insurance regulators. The Joint Forum was

established to coordinate, harmonize and streamline the regulation of financial products and services.

Joint Standing Committee on Retail Investor Issues was formed in 2008 and consists of representatives from the Commission, IIROC, the MFDA and the OBSI. The Joint Standing Committee focuses on retail investor issues, including enhanced investor protection.

Mutual Fund Dealers Association of Canada (MFDA) is the self-regulatory organization for the distribution side of the mutual fund industry. The MFDA regulates the operations, standards of practice and business conduct of its members and representatives.

Ombudsman for Banking Services and Investments (OBSI) is an independent dispute resolution service available to customers of participating banking services and investment firms who are not satisfied with the outcome of the participating firm's internal complaint resolution process. The claim limit is $350,000.

Over-the-counter refers to securities traded outside of formal exchanges, for example, through a dealer network.

Retail investors are non-corporate, individual investors who buy and sell securities for their personal account, and not for another company or organization. Retail investors buy in much smaller quantities than larger institutional investors.

Self-Regulatory Organizations (SROs) establish and enforce rules governing the conduct of their members. Two SROs have been recognized in Canada: IIROC and the MFDA.

LIST OF RECOMMENDATIONS

1. **The Ontario Securities Commission is the administrative body with primary accountability for investor protection. The Committee, therefore, recommends that the Commission reassess the way in which it exercises its public interest jurisdiction, with a view to improving the Commission's effectiveness and accountability.**

2. **The Committee recommends that the Ministry of Finance**
   - **review the statutory scope of the Commission's public interest jurisdiction; and**
   - **introduce legislation to establish a regulatory framework for credit rating agencies that meets international standards.**

3. **The Committee recommends that the Commission address the following regulatory issues:**
   - **amending the short-term debt exemption rule to make the exemption unavailable for the sale of asset-backed short-term debt, such as ABCP, so that issuers who sell such products must do so by way of a prospectus;**
   - **improving disclosure with respect to ABCP;**
   - **placing restrictions on the way in which complex debt products are sold to retail investors;**
   - **addressing the role played by dealers and advisors with respect to ABCP; and**
   - **reviewing the issues related to mutual fund investments in ABCP.**

4. **The Committee recommends that the province establish a dedicated capital markets crime unit with sufficient resources to hire and retain specialized staff to investigate and prosecute the criminal law as it applies to misconduct in the capital markets.**

5. **The Committee recommends that the Ministry of Finance give priority to the legislative amendments necessary to**
   - **implement a regulatory framework for credit rating agencies;**
   - **enhance the Commission's power to preserve assets during an investigation;**
   - **expand the definition of illegal insider tipping;**

- **clarify the Commission's jurisdiction over companies operating in the United States in the over-the-counter market that engage in manipulative or illegal activities aimed at Ontario investors; and**
- **regulate complex investment products, as they are introduced into the marketplace.**

6. **The Committee recommends that the Ministry of Finance take the steps necessary to**
   - **give the Commission power to make restitution orders when there has been a violation of securities law; and**
   - **establish an industry-funded compensation fund.**

7. **The Committee recommends that the Commission establish an investor advisory body, based on the financial services consumer panel in the United Kingdom.**

8. **The Committee recommends that the Ministry of Finance take the steps necessary to create an investor representative on the Commission's board of directors.**

9. **The Committee recommends that the Standing Committee on Finance and Economic Affairs exercise its power to review the annual reports of the Ontario Securities Commission.**

10. **The Committee recommends that the Commission and the province continue to work with the federal, provincial and territorial governments, as well as with other regulators and stakeholders, toward the development and implementation of a national securities regulator.**

11. **The Committee recommends that the province institute a formal review of democracy in corporate governance in Ontario.**

12. **The Committee recommends that the Commission review the potential for conflict of interest between the regulatory and commercial functions of the Toronto Stock Exchange and that it take the steps necessary to address any problems identified.**

WITNESS LIST

Organization/Individual	Date of Appearance
ADVOCIS (Financial Advisors Association of Canada)	February 23, 2009
Anita Anand	February 23, 2009
Canadian Coalition for Good Governance	February 23, 2009
Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights (FAIR)	February 23, 2009
Michael Code	February 23, 2009
Larry Elford	Written Submission
Ken Kivenko	Written Submission
Robert Kyle	Written Submission
Ontario Securities Commission	December 2, 2008; February 23 and April 7, 2009
Pamela J. Reeve	February 23, 2009
Small Investor Protection Association	Written Submission
Diane Urquhart	February 23, 2009

Legislative Assembly of Ontario

Assemblée législative de l'Ontario

COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX

RAPPORT SUR LES ORGANISMES, CONSEILS ET COMMISSIONS

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO

2e session, 39e législature
59 Elizabeth II

Données de catalogage avant publication de la Bibliothèque et Archives Canada

Ontario. Assemblée législative. Comité permanent des organismes gouvernementaux
Rapport sur les organismes, conseils et commissions : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Texte en français et en anglais disposé tête-bêche.
Titre de la p. de t. additionnelle: Report on agencies, boards and commissions : Ontario Securities Commission.
Également disponible sur l'Internet.
ISBN 978-1-4435-2552-7

1. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario--Audit. 2. Commissions des valeurs mobilières—Ontario. 3. Valeurs mobilières—Ontario. I. Titre. II. Titre: Report on agencies, boards and commissions : Ontario Securities Commission.

KEO407.5 A23 G68 2010 354.8'82809713 C2010-964020-9F

Legislative Assembly of Ontario

Assemblée législative de l'Ontario

L'honorable Steve Peters
Président de l'Assemblée législative

Monsieur le président,

Votre Comité permanent des organismes gouvernementaux a l'honneur de présenter son rapport et de le confier à l'Assemblée.

Ernie Hardeman
Président

Queen's Park
Mars 2010

COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX

COMPOSITION DU COMITÉ

2e session, 39e législature
(à partir du 9 mars 2010)

ERNIE HARDEMAN
Président

LISA MACLEOD
Vice-présidente

LAURA ALBANESE

DONNA H. CANSFIELD

HOWARD HAMPTON

JIM WILSON

MICHAEL A. BROWN

M. AILEEN CARROLL

LEEANNA PENDERGAST

Douglas Arnott
Greffier du comité

Andrew McNaught
Recherchiste

COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX

COMPOSITION DU COMITÉ

1re session, 39e législature
(à partir du 12 décembre 2007)

JULIA MUNRO
Présidente

LISA MACLEOD
Vice-présidente

MICHAEL A. BROWN

FRANCE GÉLINAS

DAVID RAMSAY

MARIA VAN BOMMEL

KEVIN DANIEL FLYNN

RANDY HILLIER

LIZ SANDALS

Douglas Arnott
Greffier du comité

Andrew McNaught
Recherchiste

COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX

LISTE DES CHANGEMENTS DANS LA COMPOSITION DU COMITÉ

KEVIN FLYNN a été remplacé par LOU RINALDI le 19 février 2009.

RANDY HILLIER a été remplacé par GERRY MARTINIUK le 25 mars 2009.

FRANCE GÉLINAS a été remplacée par HOWARD HAMPTON le 9 avril 2009.

MARIA VAN BOMMEL a été remplacée par RICK JOHNSON le 9 avril 2009.

LOU RINALDI a été remplacé par LAURA ALBANESE le 15 septembre 2009.

JULIA MUNRO a été remplacée par ERNIE HARDEMAN le 15 septembre 2009.

DAVID RAMSAY a été remplacé par YASIR NAQVI le 15 septembre 2009.

LIZ SANDALS a été remplacée par LEEANNA PENDERGAST le 15 septembre 2009.

GERRY MARTINIUK a été remplacé par JIM WILSON le 15 septembre 2009.

RICK JOHNSON a été remplacé par DONNA H. CANSFIELD le 9 mars 2010.

YASIR NAQVI a été remplacé par M. AILEEN CARROLL le 9 mars 2010.

LISTE DES CHANGEMENTS TEMPORAIRES

WAYNE ARTHURS

BOB DELANEY

KEVIN DANIEL FLYNN

LINDA JEFFREY

YASIR NAQVI

DAVID ZIMMER

BRUCE CROZIER

CHERI DINOVO

TIM HUDAK

AMRIT MANGAT

MICHAEL PRUE

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION 1

VUE D'ENSEMBLE DE LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO 2

LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE 4
- Contexte 4
- Réaction de la Commission à la crise financière mondiale 5
- La crise du PCAA 6
- Discussion et recommandations du Comité 10

L'APPLICATION DE LA LOI 13
- Contexte 13
- Application du *Code criminel* 14
- Application de la réglementation 17

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS 19
- Contexte 19
- La relation investisseur/conseiller 20
- Traitement des plaintes et règlement des différends 21
- Restitution 22
- Organe consultatif d'investisseurs 23
- Représentation des investisseurs à la Commission 24
- Littératie financière 25
- Discussion et recommandations du Comité 27

LA RESPONSABILISATION DE LA COMMISSION 29
- Discussion et recommandation du Comité 31

ORGANISME NATIONAL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES 31
- Discussion et recommandation du Comité 33

AUTRES QUESTIONS DE RÉGLEMENTATION 33
- Gouvernance d'entreprise 33
- Démutualisation de la Bourse de Toronto 37
- Réglementation fondée sur des principes 39

GLOSSAIRE 42

LISTE DES RECOMMANDATIONS 44

LISTE DES TÉMOINS 46

INTRODUCTION

Une manifestation de la crise financière mondiale a été la perte de confiance des investisseurs dans les marchés boursiers, ici même en Ontario et partout dans le monde. Cette perte de confiance a fait plonger les marchés, et beaucoup de gens ont vu fondre les épargnes et les pensions accumulées tout au long de leur vie.

En Ontario, le principal responsable de la surveillance des marchés financiers est la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. La Commission n'a pas le pouvoir d'éliminer les risques pour les investisseurs ou de ramener la valeur des actions aux niveaux d'avant la récession, mais elle joue néanmoins un rôle important, car elle protège les investisseurs et favorise la confiance en l'intégrité des marchés. Ces aspects du mandat de la Commission prennent une importance accrue en période d'incertitude économique.

Compte tenu de ce qui précède, le Comité permanent des organismes gouvernementaux a choisi d'examiner la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à l'automne 2008. Conformément à l'alinéa 108 f) du Règlement de l'Assemblée législative, le Comité a pour mandat d'étudier le fonctionnement des organismes, conseils et commissions (OCC) dont le lieutenant-gouverneur en conseil nomme tout ou partie des membres, ainsi que des personnes morales dont la Couronne du chef de l'Ontario est le principal actionnaire. Le Comité peut formuler des recommandations, par exemple en vue de réduire les redondances, de rendre les OCC plus responsables, d'identifier ceux qui devraient faire l'objet de dispositions de temporisation, et de réviser leurs mandats et leurs rôles.

Conformément à ses attributions, le Comité a recueilli le témoignage des représentants de la Commission le 2 décembre 2008 et le 23 février 2009. Ces représentants se sont présentés de nouveau devant le Comité le 7 avril 2009 pour répondre aux présentations des intervenants.

Ont comparu devant le Comité au nom de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario : le président et chef de la direction, David Wilson; la directrice générale et chef des services administratifs, Peggy Dowdall-Logie; les vice-présidents Jim Turner et Larry Ritchie.

Les intervenants qui ont témoigné devant le Comité le 23 février 2009 comprenaient des champions de la protection des investisseurs, des experts en droit, un organisme de gouvernance d'entreprise et une association de conseillers financiers. Le Comité a aussi reçu des mémoires de trois intervenants.

Le Comité désire remercier tous les témoins qui ont comparu durant les audiences publiques ou qui ont présenté des mémoires. Il est particulièrement reconnaissant aux cadres et au personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario pour le professionnalisme dont ils ont fait preuve au cours de l'examen. Une liste des témoins et un glossaire des termes clés figurent à la fin du rapport.

Ce rapport présente les constatations du Comité concernant la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Nous invitons le ministre responsable de la Commission à réfléchir sérieusement à nos observations.

VUE D'ENSEMBLE DE LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la Commission) est un organisme de réglementation constitué en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (la Loi). Relevant du ministre des Finances, la Commission est chargée de surveiller les marchés de valeurs mobilières et les marchés à terme sur marchandises en Ontario. Elle a pour mandat de :

- protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses;
- favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en leur intégrité.

Créée au début des années 1930, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario surveille le plus grand marché de capitaux au Canada. Son rôle consiste essentiellement à s'assurer que les sociétés qui vont chercher des fonds auprès du public fournissent suffisamment d'information sur leurs activités pour que les investisseurs puissent prendre des décisions éclairées. La Commission doit aussi inscrire les courtiers et les conseillers en placement qui font affaire avec le public en Ontario.

La Loi autorise la Commission à reconnaître officiellement les organismes d'autoréglementation (OAR) qui exercent des fonctions de réglementation sous la surveillance de la Commission. La Commission a reconnu deux OAR : l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (ancienne Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels. Les OAR imposent à leurs membres des règles financières et commerciales qu'ils font respecter au moyen de contrôles indépendants de vérification et de conformité. La Commission examine ces règles et entend les appels des décisions des OAR.

La plupart des activités quotidiennes de la Commission concernent l'administration et l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* et de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*. En 1994, la Commission a reçu le pouvoir d'édicter des règles ayant force exécutoire de règlements dans certains secteurs.

Les principales activités de la Commission peuvent se résumer comme suit :

- Inscription (c.-à-d. autorisation) des personnes et des entreprises qui font le commerce des valeurs mobilières : La Commission exige des inscrits qu'ils fassent preuve de compétence et d'intégrité. Elle surveille aussi la stabilité financière des entreprises et veille à ce qu'elles supervisent leurs employés de façon appropriée.

- Examen des prospectus et d'autres documents d'information : En règle général, personne ne peut vendre de nouvelles valeurs mobilières au public à moins qu'un prospectus divulguant complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents ait été déposé auprès de la Commission et remis aux acheteurs.
- Application de la *Loi sur les valeurs mobilières* et de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* : Le personnel de la Commission fait enquête sur les infractions présumées et, dans les cas appropriés, recommande d'engager des procédures devant la Commission ou des poursuites judiciaires. Le personnel doit aussi examiner les états financiers déposés, les rapports sur les opérations d'initié et d'autres documents d'information.

Les activités liées à la conformité et à l'application constituent un important volet du mandat de la Commission. Une infraction au droit des valeurs mobilières peut entraîner une ou plusieurs des mesures d'exécution suivantes :

- des poursuites en vertu du *Code criminel* fédéral (le *Code* crée plusieurs infractions liées aux valeurs mobilières);
- des poursuites en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (la Loi crée des infractions provinciales ou « quasi-criminelles »);
- des mesures d'application administratives (la Commission peut rendre des ordonnances dans l'intérêt public en vertu de l'article 127 de la Loi);
- des sanctions imposées par des OAR.

Les personnes qui estiment avoir subi une perte en conséquence d'une infraction au droit ontarien des valeurs mobilières disposent également de recours civils.

Les mesures d'application administratives sont les seules qui prévoient une audience devant la Commission. Cependant, le personnel de la Commission peut intenter des poursuites quasi-criminelles en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*, et la Commission peut jouer un important rôle d'appui dans la poursuite des infractions au *Code criminel*.

La Commission jouit de pouvoirs considérables, car elle peut rendre des ordonnances dans l'intérêt public en vertu de l'article 127 de la Loi. Elle peut notamment rendre une ordonnance :

- suspendant l'inscription d'une personne ou d'une compagnie;
- interdisant les opérations sur valeurs mobilières effectuées par une personne ou une compagnie;
- interdisant à une personne de devenir un administrateur ou un dirigeant d'un émetteur ou d'agir à ce titre;
- enjoignant à une personne ou à une compagnie qui n'a pas respecté le droit ontarien des valeurs mobilières de payer une pénalité administrative d'au plus 1 million de dollars;

- enjoignant à une personne ou à une compagnie de remettre à la Commission les montants obtenus par suite de son absence de conformité au droit ontarien des valeurs mobilières.

L'article 126 de la Loi autorise également la Commission à rendre une ordonnance de blocage afin de protéger les biens des investisseurs en attendant les résultats d'une enquête.

L'organisation de la Commission a subi d'importantes modifications en 1997, dont son établissement comme société autofinancée sans capital-actions dont les membres sont tous nommés par le lieutenant-gouverneur en conseil (le Cabinet). La Commission compte entre 9 et 14 membres, qui constituent le conseil d'administration. Le président est désigné par le Cabinet et fait fonction de chef de la direction. La Commission compte actuellement 13 membres.

LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

Contexte

Dans ses observations préliminaires au Comité permanent, le président de la Commission, David Wilson, a souligné que la crise financière mondiale était « ce qui nous préoccupe tous le plus ». Il a rappelé que cette crise n'avait pas commencé sur le marché boursier, mais que ses origines remontaient à l'effondrement du marché immobilier aux États-Unis et à la popularité croissante du financement par emprunt et des valeurs mobilières complexes liées au marché immobilier américain.

Comme l'a fait remarquer le président :

> Ce problème ne concerne pas uniquement Wall Street ou Bay Street. Il a anéanti des milliards de dollars de valeur marchande; les retraites et les économies de millions de gens en ont souffert. Il a coûté, et coûtera encore, l'emploi de personnes qui n'avaient jamais entendu parler de contrat d'échange sur défaillance, l'instrument dérivé qui a fait partie intégrante de la crise. Et il entraîne déjà des conséquences pour les gouvernements et leurs programmes, y compris dans notre province d'Ontario.

M. Wilson a souligné que le Canada n'était pas à l'abri des secousses de l'économie mondiale, mais qu'il était relativement en meilleure posture que beaucoup d'autres pays, notamment en raison de la stabilité de ses institutions financières, récemment confirmée par le Fonds monétaire international. Selon M. Wilson, le FMI concluait dans son rapport que le système financier canadien était « soutenu par de saines politiques macroéconomiques, ainsi que par une réglementation et une surveillance solides et prudentes ».

Malgré la position relativement solide du Canada, le Comité a appris que la Commission avait dû prendre des mesures en réponse à un certain nombre de

développements importants associés à la crise financière mondiale afin de rétablir la stabilité des marchés financiers.

Réaction de la Commission à la crise financière mondiale

La Commission a déclaré qu'elle avait pris plusieurs mesures pour restaurer la confiance des investisseurs face à la turbulence des marchés. Elle a notamment :

- temporairement interdit la vente à découvert de certaines actions du secteur financier, pratique liée à la baisse soudaine du prix des valeurs mobilières des institutions financières;
- examiné la conformité à l'obligation d'information continue dans le secteur des banques et des services financiers et dans d'autres sociétés à fort levier financier qui émettent des valeurs mobilières;
- effectué des examens de la conformité des fonds du marché monétaire et des fonds d'investissement non conventionnels afin d'évaluer l'exposition potentielle à des actifs malsains;
- dirigé une étude, par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, du gel du marché du papier commercial adossé à des actifs non bancaires, qui contenait plusieurs propositions de réformes réglementaires (voir « La crise du PCAA » ci-après);
- entrepris des examens de la conformité des gestionnaires de fonds de couverture afin de détecter la présence de tout risque inhabituel.

Ces examens ont été effectués afin de déterminer s'il fallait renforcer la réglementation à la lumière des récents événements et, selon la Commission, « nous ont permis de nous assurer que l'information concernant les défis auxquels font face les sociétés et le secteur des fonds d'investissement est convenablement divulguée ».

La Commission a ajouté qu'elle continuait de chercher, en collaboration avec des organismes de réglementation nationaux et internationaux, des façons appropriées de régler les problèmes associés à la crise en cours. Par exemple, en 2008, la Commission s'est employée avec d'autres organismes de réglementation canadiens à élaborer une proposition de réglementation des agences de notation – qui sont les entités financières liées au gel du marché du papier commercial adossé à des actifs.

Nous avons également appris que la Commission avait fait partie d'un groupe de travail établi par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui a rédigé un document de consultation contenant des propositions de réglementation des fonds de couverture et de leurs gestionnaires. À cet égard, il a été noté que les modifications récemment apportées à la législation ontarienne sur les valeurs mobilières par la loi budgétaire de 2009 permettraient à la Commission d'imposer des exigences en matière d'inscription aux gestionnaires de fonds de placement, dont les fonds de couverture.

La crise du PCAA

Contexte

Une des principales questions de réglementation qui a fait surface durant la crise financière mondiale est le rôle joué par les valeurs mobilières complexes telles que les produits dérivés et le papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Comme l'a fait remarquer la Commission dans son aperçu de la crise financière mondiale, c'est le lien entre ces valeurs mobilières et le marché immobilier américain qui a provoqué la crise financière.

Au Canada, la récente crise du PCAA a fait ressortir le lien entre le marché des valeurs mobilières et l'effondrement du marché immobilier américain. Avant l'été 2007, le « PCAA non bancaire » (PCAA non garanti par les banques) était généralement considéré comme équivalent au papier commercial traditionnel. En fait, il était présenté et vendu comme tel aux investisseurs. Cependant, la crise du marché immobilier américain a suscité des préoccupations concernant l'exposition potentielle du PCAA non bancaire à des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis et mené, en août 2007, au gel du marché canadien du PCAA non bancaire, évalué à 35 milliards de dollars. La plus grande partie de la dette était détenue par des fonds de pension et de grands investisseurs institutionnels, mais il restait pour à peu près 372 millions de dollars du marché du PCAA non bancaire entre les mains d'environ 2 500 investisseurs particuliers.

En septembre 2007, un groupe d'investisseurs dans le PCAA a formé le Comité pancanadien des investisseurs, qui est dirigé par le conseiller juridique d'entreprise Purdy Crawford et chargé d'élaborer un plan de restructuration pour le marché du PCAA. Dix-sept mois après le gel du marché, un tribunal ontarien a approuvé un plan de restructuration selon lequel les petits investisseurs particuliers ayant acheté pour moins de 1 million de dollars de PCAA ont été complètement indemnisés par les courtiers qui leur avaient vendu le papier. Les investisseurs particuliers qui détenaient pour plus de 1 million de dollars de papier (36 familles dont l'avoir collectif tournait autour de 200 millions de dollars), ainsi que les grands investisseurs institutionnels ont reçu des billets restructurés à long terme.

Des groupes de protection des investisseurs soutiennent que les investisseurs particuliers qui ont acheté du PCAA n'avaient pas été informés de la véritable nature des valeurs mobilières achetées et qu'ils avaient été lésés par la surveillance relâchée et l'intervention peu musclée des organismes de réglementation. Pour leur part, les organismes de réglementation ont souligné que les enquêtes se poursuivaient et qu'ils avaient formulé des propositions « appropriées et proportionnelles » en réponse à la crise du PCAA.

L'examen de l'OCRCVM

En 2008, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), qui est l'organisme d'autoréglementation chargé de la surveillance directe des courtiers et conseillers en placements, a procédé à un

examen de conformité des firmes membres qui vendent du PCAA non bancaire. L'OCRCVM a publié son rapport en octobre 2008[1].

La principale conclusion de l'examen de conformité était que les courtiers et conseillers en valeurs mobilières ne s'étaient pas conformés aux normes sectorielles lors de la vente du PCAA à leurs clients. Le fait que non seulement les investisseurs particuliers mais aussi les courtiers eux-mêmes ne comprenaient pas la nature des valeurs mobilières négociées était particulièrement préoccupant.

L'OCRCVM a notamment constaté ce qui suit :

- Soixante-seize pour cent (76 %) des actifs sous-tendant le PCAA non bancaire étaient des dérivés financiers à risque élevé; certains étaient exposés à des prêts hypothécaires à risque.
- Aucune des 21 maisons de courtage canadiennes qui vendaient du PCAA non bancaire n'avait soumis le produit à son programme interne de contrôle diligent afin de déterminer s'il convenait de le vendre à ses clients.
- Les maisons de courtage ne faisaient pas de contrôle diligent parce qu'elles se fiaient aux cotes de crédit élevées attribuées au PCAA non bancaire par une agence de notation; dans certains cas, on tenait simplement pour acquis que le PCAA non bancaire était un instrument typique du marché monétaire à faible risque.
- Les courtiers et conseillers en valeurs mobilières pourraient ne pas avoir respecté la règle de la « connaissance du client ».

Le rapport de l'OCRCVM contient 13 recommandations énonçant les responsabilités des courtiers membres dans la création et la distribution des produits de placement, y compris les valeurs mobilières complexes telles que le PCAA.

L'examen des ACVM

Toujours en 2008, la Commission a dirigé un examen de la crise du PCAA par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Un document de consultation contenant plusieurs propositions de réforme réglementaire a été publié en octobre 2008[2]. Les principales propositions, que les représentants de la Commission ont soulignées au Comité, sont notées ci-après.

---

[1] Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Étude du cadre réglementaire applicable aux sociétés membres de l'OCRCVM, examen et recommandations concernant la création et le placement de papier commercial adossé à des créances émis par des tiers au Canada*, octobre 2008.

[2] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA : Document de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières*, octobre 2008.

Réglementation des agences de notation

Selon l'examen des ACVM, les organismes de réglementation d'ici et d'ailleurs reconnaissent que les cotes de crédit attribuées par les agences de notation ont contribué aux récentes turbulences sur les marchés. En particulier, de nombreux investisseurs se fiaient aux cotes de crédit élevées que les agences de notation attribuaient aux titres adossés à des actifs au moment de prendre leurs décisions de placement. Au Canada, la seule agence de notation disposée à évaluer le PCAA a fait l'objet de virulentes critiques parce qu'elle n'avait pas pressenti le véritable risque sous-tendant ces valeurs mobilières.

L'examen des ACVM a repéré plusieurs lacunes associées aux pratiques et à la réglementation des agences de notation qui ont contribué à la crise du PCAA. Un problème était que les agences de notation auraient utilisé des méthodologies défectueuses pour établir la cote des titres adossés à des actifs. Un autre problème était les conflits d'intérêts qui font surface parce que les agences de notation sont payées par les émetteurs des titres évalués.

On a également fait observer que, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, les agences de notation canadiennes sont peu réglementées. Les ACVM étaient d'avis qu'une réglementation plus vigoureuse n'aurait sans doute pas permis de prévenir la crise du crédit, mais elles ont conclu qu'il fallait pallier à l'absence de réglementation réelle des agences de notation au Canada.

Les ACVM ont donc proposé un cadre de réglementation qui :

- exige la divulgation publique de toute l'information pertinente utilisée par l'agence dans la notation d'un titre;
- oblige les agences de notation à se conformer au code de conduite préparé par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV);
- donne aux organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières les outils requis pour réglementer activement les agences de notation.

Les représentants de la Commission ont souligné que la réglementation des agences de notation était un problème à la fois national et international, et que l'Ontario et les autres provinces canadiennes ne devaient pas faire cavalier seul. À cet égard, il a été noté que les ACVM travaillaient en étroite collaboration avec l'OICV à l'élaboration d'un modèle international de réglementation qui pourrait un jour être mis en œuvre au Canada.

Autres propositions des ACVM

Le document de consultation des ACVM proposait non seulement de réglementer les agences de notation mais aussi :

- de modifier la dispense pour les titres de créance à court terme (dont l'objectif original était de permettre la mise en vente sans prospectus du papier commercial traditionnel) de façon qu'elle ne s'applique plus à la vente des instruments adossés à des actifs comme le PCAA;

- d'améliorer la divulgation concernant le PCAA;
- d'améliorer la façon dont les courtiers et conseillers en valeurs mobilières vendent le PCAA aux investisseurs;
- de déterminer si les placements des fonds mutuels dans le PCAA devraient faire l'objet de restrictions.

Rôle des organismes de réglementation

Les groupes de défense des droits des investisseurs qui ont présenté des arguments au Comité ont vigoureusement critiqué le rôle joué par les organismes de réglementation des valeurs mobilières dans la crise du PCAA. Leurs critiques tombaient généralement dans deux catégories : les décisions de réglementation qui ont contribué à la crise, et l'inaction qui a suivi la crise.

Décisions qui auraient précipité la crise du PCAA

On prétend que la Commission aurait précipité la crise du PCAA par ses décisions et omissions des années qui l'ont précédée. Elle a notamment :

- éliminé l'exigence d'acheter pour au moins 50 000 $, permettant ainsi la vente de PCAA non bancaire à de petits investisseurs particuliers;
- accordé une exemption de responsabilité civile aux agences de notation qui font de fausses déclarations sur le marché secondaire[3];
- permis aux banques de vendre du PCAA, alors qu'une seule agence de notation était disposée à coter ces valeurs mobilières;
- omis de superviser les agences qui attribuaient une cote à ces valeurs mobilières;
- omis de surveiller les courtiers en valeurs mobilières qui avaient présenté sous un faux jour la véritable nature du PCAA aux investisseurs particuliers et/ou qui avaient enfreint la règle de la « connaissance du client ».

Pour sa défense, la Commission a souligné que ni elle ni n'importe quel autre organisme de réglementation canadien n'étaient actuellement autorisés à réglementer les agences de notation. Elle a répété qu'en tant que membre des ACVM, elle avait proposé des moyens de réglementer les agences de notation.

Comme l'a expliqué la Commission, il faut accorder une exemption de responsabilité civile aux agences de notation pour que celles-ci continuent de consentir à l'utilisation de leurs cotes de crédit. En l'absence d'exemption, les

[3] Il s'agit en fait d'une exemption statutaire – elle n'a pas été accordée par la Commission. En vertu de la Partie XXIII.1 de la Loi (Responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire), certains « experts » sont responsables de la présentation inexacte des faits dans les rapports, les états ou les opinions qu'ils diffusent relativement aux valeurs mobilières de l'émetteur. Les agences de notation n'encourent aucune responsabilité civile en vertu de la définition du terme « expert » à l'article 138.1 de la Loi, qui exclut « une entité qui est une agence de notation agréée pour l'application de la Norme canadienne 44-101 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières ».

émetteurs canadiens ne pourraient pas obtenir les cotes de crédit essentielles à la commercialisation de leurs valeurs mobilières.

La Commission a ajouté que les rapports d'examen des ACVM et de l'OCRCVM sur la crise du PCAA contenaient des recommandations qui obligeraient les courtiers ou conseillers qui distribuent des valeurs mobilières complexes telles que le PCAA à effectuer d'abord un contrôle diligent, à évaluer la convenance de ces produits et à en divulguer pleinement la nature.

Réponse inadéquate des organismes de réglementation

La Commission a également été critiquée parce qu'elle n'avait pas fait davantage pour protéger l'intérêt public après que la crise du PCAA s'est déclarée. Nous avons attiré l'attention de la Commission sur un reportage médiatique particulier, selon lequel un commissaire aurait déclaré que ses collègues et lui-même ne se sentaient pas obligés d'intervenir pour protéger les investisseurs.

Les représentants de la Commission ont expliqué qu'après le gel du marché du PCAA en août 2007, il n'était pas nécessaire pour la Commission d'intervenir pour protéger les investisseurs – le dommage avait été fait et il n'y avait aucun risque que d'autres investisseurs achètent du PCAA. La Commission ne voulait pas non plus faire obstacle à la solution du secteur privé préconisée par le comité pancanadien des investisseurs.

Lorsqu'on lui a demandé pourquoi une autorité administrative avait été la première à réagir à la crise, la Commission a déclaré qu'il était approprié pour l'OCRCVM de mener les enquêtes initiales, car cet OAR était le principal responsable de la surveillance des courtiers qui avaient vendu du PCAA. La Commission a toutefois souligné qu'elle continuait, en collaboration avec l'Autorité des marchés financiers du Québec et avec l'OCRCVM, d'examiner la conduite des personnes et compagnies inscrites et des émetteurs impliqués dans la crise du PCAA. Dans son témoignage de décembre 2008, le président de la Commission, David Wilson, a déclaré qu'il y avait une probabilité raisonnable que ces enquêtes entraînent des mesures d'exécution dans certains cas.

Enfin, en réponse aux critiques selon lesquelles elle n'était pas intervenue pour protéger les intérêts des investisseurs particuliers dans le dossier du PCAA, la Commission a indiqué qu'étant donné la complexité des enjeux, elle était satisfaite du fait que la vaste majorité des investisseurs particuliers seraient pleinement indemnisés de leurs pertes.

Discussion et recommandations du Comité

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a réagi à la crise financière mondiale en prenant différentes mesures visant à restaurer la confiance en l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario. Comme il est expliqué plus haut, la Commission a rendu des ordonnances et mené une série d'examens de conformité et d'enquêtes ou elle y a participé. Elle continue aussi, en collaboration avec les gouvernements fédéral et provinciaux et avec d'autres organismes de

réglementation nationaux et internationaux, à développer une réponse concertée à ce problème mondial.

Selon la Commission, ces mesures ont aidé à stabiliser les marchés et permis de repérer les lacunes de la réglementation à combler pour prévenir, ou du moins gérer de façon plus efficace, les crises semblables dans l'avenir.

Certains intervenants ont toutefois critiqué la réaction de la Commission face à l'un des symptômes des récentes turbulences, à savoir la crise du PCAA. Ils soutenaient que les décisions et les politiques de la Commission avaient précipité la crise, que la Commission avait tardé à réagir et que sa réaction avait été inadéquate. Ils doutaient également que des mesures disciplinaires soient prises à l'encontre des entités qui ont vendu du PCAA à des investisseurs particuliers[4].

Il est évident que, face à cette question très complexe, le Comité n'a pas pour rôle de contester les décisions concernant les aspects techniques de la réglementation sur les valeurs mobilières. D'autant plus que les décisions ont été prises dans des circonstances sans précédent sur le marché, que même les organismes de réglementation d'ici et d'ailleurs ne comprenaient pas parfaitement. Il ne nous appartient pas non plus de commenter les résultats possibles des enquêtes en cours sur des infractions potentielles aux lois et aux règles applicables aux valeurs mobilières.

De façon plus générale cependant, nous croyons qu'il est approprié de commenter le mandat général de la Commission, qui est de protéger l'intérêt public. Nous croyons qu'il est particulièrement important pour l'organisme chargé de protéger l'intérêt public d'être perçu comme un chef de file en cas de perturbation grave des marchés qui menace les intérêts des investisseurs particuliers. À cet égard, nous craignons que la Commission n'ait fait une interprétation étroite de sa responsabilité de protéger l'intérêt public lorsqu'elle a réagi à la crise du PCAA.

Si les temps avaient été moins incertains, il aurait pu être approprié pour l'OAR chargé de la surveillance directe des courtiers de mener les enquêtes initiales sur les circonstances entourant la vente à des investisseurs particuliers de valeurs mobilières à risque élevé mais présentées comme des placements sûrs. Cependant, étant donné l'envergure de la crise du PCAA et le fait qu'elle est survenue en période de grande incertitude sur les marchés nationaux et internationaux, on a laissé entendre que la Commission, plutôt qu'une autorité administrative, aurait dû être la représentante la plus visible de l'intérêt public.

Certains se sont aussi demandé pourquoi la Commission n'était pas intervenue dans les négociations concernant le PCAA pour que tous les investisseurs

---

[4] En décembre 2009, la CVMO, l'OCRCVM et l'Autorité des marchés financiers (AMF) du Québec ont annoncé qu'ils avaient conclu des ententes de règlement avec sept institutions qui avaient vendu du PCAA. Ces ententes prévoient le paiement de pénalités administratives et de frais d'enquête totalisant 138,8 millions de dollars. Il a également été annoncé que la CVMO et l'OCRCVM avaient engagé des procédures disciplinaires contre deux autres entités impliquées dans la crise du PCAA. Voir le communiqué de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, intitulé « PCAA – Ententes de règlement à la suite d'une enquête conjointe » et daté du 21 décembre 2009, sur Internet à http://www.osc.gov.on.ca/fr/26586.htm.

particuliers soient pleinement indemnisés. En se distanciant de ce processus, la Commission a prêté le flanc aux allégations selon lesquelles elle serait disposée à protéger seulement une partie des investisseurs.

Dans l'esprit de la plupart des Ontariens, la Commission est le gardien du public sur les marchés financiers. Nous croyons donc, à la lumière des récents événements, qu'il serait utile pour la Commission de réévaluer la façon dont elle s'acquitte de sa responsabilité de protéger l'intérêt public.

> **1. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario est l'organe administratif détenant la principale responsabilité pour la protection des investisseurs. Le Comité recommande donc que la Commission réévalue la façon dont elle s'acquitte de sa responsabilité de protéger l'intérêt public, afin d'accroître son efficacité et sa responsabilisation.**

Les témoins que nous avons entendus ont aussi identifié plusieurs questions de réglementation nées de la crise du PCAA sur lesquelles il faudra se pencher. Ces questions concernent le pouvoir que la loi confère à la Commission d'intervenir dans l'intérêt public lorsque des investisseurs particuliers sont menacés, le rôle joué par les valeurs mobilières complexes telles que le PCAA, la façon dont ces valeurs ont été vendues au public, et le rôle des agences qui ont attribué une cote à ces produits.

2. **Le Comité recommande que le ministère des Finances :**
   - **examine la portée que la loi donne à l'obligation de la Commission de protéger l'intérêt public;**
   - **présente un projet de loi établissant un cadre de réglementation des agences de notation qui respecte les normes internationales.**

3. **Le Comité recommande que la Commission :**
   - **modifie la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme de manière qu'elle ne soit plus ouverte pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs, comme le PCAA, et que les émetteurs qui vendent de tels produits soient tenus de déposer un prospectus;**
   - **améliore la divulgation concernant le PCAA;**
   - **restreigne la façon dont les titres de créance complexes sont vendus aux investisseurs particuliers;**
   - **examine le rôle joué par les courtiers et conseillers dans la vente de PCAA;**
   - **examine les enjeux liés aux placements des fonds mutuels dans le PCAA.**

L'APPLICATION DE LA LOI

Contexte

Le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a reconnu que l'application du droit sur les valeurs mobilières constituait l'aspect le plus critiqué du mandat de la Commission. En fait, nous avons entendu un certain nombre d'intervenants qui ont réitéré des plaintes de longue date à cet égard. Ils soutiennent que la Commission ne fait pas une application vigoureuse du droit sur les valeurs mobilières et que les cas poursuivis étaient souvent retardés par de longues enquêtes et des contraintes procédurales. Ces efforts anémiques auraient même donné l'impression que l'Ontario (comme le Canada) ne prend pas au sérieux le crime en col blanc, ternissant ainsi notre réputation internationale.

D'autres témoins ont toutefois souligné que l'application du droit sur les valeurs mobilières était un domaine complexe nécessitant la collaboration de nombreux intervenants, dont d'autres organismes de réglementation des valeurs mobilières, des organismes d'autoréglementation, des forces de police, ainsi que les procureurs généraux de la province et du Canada. Bref, la Commission n'est qu'une des pièces de la « mosaïque de l'application de la loi ».

Des experts en droit ont fait remarquer que l'application du droit sur les valeurs mobilières avait un aspect criminel de même qu'un aspect réglementaire. En effet, la Commission est responsable de l'aspect réglementaire, tandis que la police et le ministère du Procureur général de l'Ontario s'occupent des enquêtes et des poursuites criminelles sur les marchés financiers. Malgré cette répartition claire des responsabilités, nous avons appris que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario était parfois perçue comme responsable des deux aspects de l'application du droit sur les valeurs mobilières.

Un autre point important à noter est le fait que la Commission et les responsables de l'application du *Code criminel* doivent respecter les limites de la Constitution canadienne. Par exemple, en tant qu'organisme de réglementation, la Commission peut contraindre une personne à témoigner lorsqu'elle fait enquête sur des infractions présumées aux règlements. En vertu de la Constitution cependant, les responsables de l'application du droit pénal ne peuvent pas obliger quelqu'un à témoigner dans le cadre d'une enquête ou d'une procédure criminelle. La Constitution empêche également la Commission de partager l'information recueillie au cours de ses enquêtes avec les organismes responsables de l'application du droit pénal. Ces contraintes présentent des défis pour la Commission lorsque celle-ci s'emploie avec la police et les procureurs à poursuivre les crimes liés aux valeurs mobilières.

On nous a donc conseillé, au cours de l'examen de cette question, de prendre en compte la complexité de la mosaïque de l'application de la loi en matière de valeurs mobilières, ainsi que les défis constitutionnels auxquels sont confrontés les responsables de l'application du droit pénal.

Application du *Code criminel*

Le *Code criminel* fédéral établit plusieurs infractions liées aux marchés financiers, dont les cas de fraude et les délits d'initiés. Les personnes reconnues coupables en vertu de ces dispositions peuvent être condamnées à de longues peines de prison. Comme il est noté plus haut, bien que le personnel de la Commission collabore souvent aux enquêtes criminelles, la responsabilité de l'application du droit pénal incombe en fin de compte à la police et au procureur général de la province.

Presque tous les mémoires que nous avons reçus déploraient l'absence apparente de mesures d'application de la loi en cas de fraude dans le domaine des valeurs mobilières. Selon Anita Anand, experte en droit des valeurs mobilières, les poursuites « sont pratiquement inexistantes ».

Nous nous sommes également fait dire que le manque d'enquêtes et de poursuites criminelles sur les marchés financiers avait donné l'impression que le Canada ne prend pas au sérieux le crime en col blanc. Des témoins nous ont même dit que cette lacune avait des conséquences réelles. Comme l'a expliqué le président de la Commission :

> [*Traduction*]
> il faut reconnaître [...] le tort causé par le crime en col blanc à la santé physique et mentale des gens et à leur style de vie. Bien que le crime en col blanc puisse avoir sur la vie des gens des répercussions aussi graves que le crime avec violence, il n'est pas traditionnel pour le système juridique pénal d'y affecter autant de ressources et de le punir aussi sévèrement.

Les intervenants convenaient généralement que la solution ne consistait pas à promulguer d'autres lois, mais plutôt à donner aux responsables les ressources nécessaires pour appliquer les lois criminelles existantes. Le professeur Michael Code, par exemple, a déclaré :

> [*Traduction*]
> Le système canadien de réglementation compense pour le flottement lié à l'aspect pénal de l'application de la loi et est forcé de traiter les cas de fraude comme s'il s'agissait de problèmes de réglementation. La CVMO, comme les autres organismes de réglementation à travers le pays, est donc appelée à jouer un rôle qui déborde son mandat. Nous devons renforcer l'aspect pénal de l'application de la loi.

Les témoins qui ont commenté le problème de l'application du droit pénal appuyaient généralement le concept d'une équipe de lutte contre le crime sur les marchés financiers dotée des ressources nécessaires pour recruter et retenir un personnel multidisciplinaire. Certains estiment qu'il faudrait constituer une telle équipe au niveau national, peut-être dans le cadre de la transition à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières. Il a notamment été fait référence au modèle que le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières a recommandé d'examiner plus en détail. Selon ce modèle, un organisme de réglementation national comporterait une division chargée d'appliquer la loi qui jouirait de pouvoirs de lutte contre le crime et de réglementation.

D'après Diane Urquhart, analyste financière indépendante, et Gary Logan, ancien membre de l'escouade de lutte contre la fraude de la police de Toronto, un tel organisme devrait être indépendant de tout autre organisme de réglementation – national ou provincial. M^{me} Urquhart et M. Logan proposent de créer une équipe nationale de lutte contre le crime lié aux valeurs mobilières, qui recevrait et évaluerait les plaintes à cet égard puis confierait le dossier aux autorités fédérales, provinciales ou municipales compétentes pour qu'elles fassent enquête et entament des poursuites au besoin. L'idée derrière ce modèle est d'empêcher la GRC et les autres forces de police de déléguer l'application de la loi en matière de valeurs mobilières aux organismes de réglementation des valeurs mobilières.

Une autre possibilité portée à notre attention serait que la province institue un programme de lutte contre le crime sur les marchés financiers qui s'inspirerait de l'Initiative de lutte contre les bandes criminalisées et les armes à feu annoncée par le procureur général en 2007. Dans le cadre de cette initiative, les procureurs de la

Couronne, la police et d'autres intervenants du système de justice pénale travaillent ensemble sous un même toit dans un effort concerté pour réprimer les crimes liés au gangstérisme. Dans le cas des crimes commis sur les marchés financiers, on a suggéré à la province de recruter une équipe de procureurs spécialistes du crime sur les marchés financiers pour qu'ils engagent des poursuites devant un tribunal spécialisé. Le tribunal en question serait présidé par des juges qui auraient reçu la formation requise pour entendre des causes complexes mettant en jeu des valeurs mobilières.

La Commission a fait remarquer à ce sujet qu'elle remplissait strictement un mandat de réglementation, mais qu'elle aidait les organismes d'exécution nationaux et internationaux à faire enquête sur les crimes économiques. Elle travaille notamment avec les équipes intégrées de la police des marchés financiers (EIPMF) de la GRC, et héberge l'unité mixte des valeurs mobilières et du renseignement, qui regroupe du personnel de la Commission, de la GRC et de l'OCRCVM. Cette unité surveille les transactions inhabituelles sur le marché afin de repérer les signes précurseurs de crimes économiques. La Commission a récemment participé à une initiative fédérale/provinciale/territoriale visant à renforcer l'application de la législation en valeurs mobilières et la poursuite des infractions connexes. Le président de la Commission a d'ailleurs coprésidé le Groupe de travail sur l'application de la loi en matière de valeurs mobilières, qui a recommandé des façons d'améliorer les processus d'enquête et de poursuite en cas de fraude en valeurs mobilières.

En ce qui concerne le renforcement de l'application de la loi, la Commission a indiqué qu'elle appuyait pleinement toute mesure raisonnable visant à prévenir et à punir les activités criminelles sur les marchés financiers. Elle a souligné à cet égard qu'une des raisons pour lesquelles elle appuyait la création d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières était la possibilité d'améliorer les mesures d'application.

Discussion et recommandations du Comité

La Commission et les intervenants convenaient de la nécessité d'améliorer l'application du droit pénal des valeurs mobilières. Ils ont aussi reconnu que la meilleure façon d'atteindre cet objectif n'était pas de promulguer d'autres lois, mais plutôt de consacrer plus d'efforts à l'application des lois existantes.

On s'entendait également pour dire que la transition à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières devrait permettre d'améliorer l'application du droit pénal. Comme il est expliqué plus loin dans ce rapport, nous encourageons la province et la Commission à poursuivre leurs travaux à l'appui d'un organisme de réglementation national.

Entre-temps, nous croyons que la province devrait prendre des mesures relevant de sa compétence pour faire savoir au public qu'elle prend au sérieux le crime sur les marchés financiers. Elle pourrait notamment constituer une équipe spécialisée dans le crime sur les marchés financiers qui posséderait les ressources et l'expertise requises pour faire face à la complexité de la fraude moderne en

valeurs mobilières et des activités criminelles connexes. Un tel programme offrirait un certain nombre d'avantages; il permettrait entre autres :

- de préciser qui est responsable de l'application du droit pénal des valeurs mobilières;
- de restaurer la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario;
- d'informer le public de la nouvelle approche adoptée face au crime économique;
- d'élaborer un modèle d'application du droit pénal au niveau national.

> **4. Le Comité recommande que la province établisse une équipe de lutte contre le crime sur les marchés financiers qui serait dotée de ressources suffisantes pour recruter et retenir le personnel spécialisé chargé de mener des enquêtes et d'intenter des poursuites en cas d'infraction au droit pénal sur les marchés financiers.**

Application de la réglementation

L'application de la réglementation, dont la responsabilité a été confiée à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, se distingue de l'application du droit pénal. Comme il est mentionné plus haut, la *Loi sur les valeurs mobilières* confère à la Commission de vastes pouvoirs d'application administratifs, dont le pouvoir de rendre des ordonnances d'interdiction d'opérations et d'interdire à certaines personnes de devenir administrateurs ou dirigeants d'une société. La Commission peut aussi imposer des amendes administratives pouvant aller jusqu'à 1 million de dollars et ordonner que les biens mal acquis soient confisqués.

Bien que la plupart des témoins aient mis l'accent sur l'application du droit pénal, tous s'entendaient à dire qu'il fallait améliorer tous les aspects de l'application du droit sur les valeurs mobilières. ADVOCIS, par exemple, croyait que la Commission « devrait accorder plus d'importance aux enquêtes et à l'application des politiques de réglementation et des règles, ainsi qu'à la proscription des mauvais comportements ».

Dans chacune de ses présentations au Comité, la Commission a souligné que l'application de la loi était l'une de ses priorités. Elle a notamment déclaré qu'elle veillait particulièrement à renforcer le continuum conformité-application de la loi et à encourager le recours à des examens de conformité coordonnés entre les directions afin de repérer et de prévenir les infractions au droit ontarien des valeurs mobilières avant qu'elles ne se produisent. La Commission a ajouté qu'elle s'efforçait de réduire le temps nécessaire pour faire enquête et entamer des procédures judiciaires.

Du côté exécution, la Commission a signalé que son unité des opérations de vente sous pression avait réussi à mettre fin à des opérations ciblant les investisseurs particuliers peu sophistiqués, qu'elle avait obtenu d'importantes ordonnances de blocage pour protéger les actifs des investisseurs, et qu'elle améliorerait la surveillance des marchés afin de repérer les transactions d'initiés. Un examen stratégique de ses activités d'application est également en cours.

Nous avons par ailleurs appris qu'au cours des derniers mois, la Commission avait :

- conclu avec Research in Motion une entente de règlement concernant l'antidatage des options d'achat d'actions;
- mené une enquête à la suite de laquelle un cadre supérieur d'une entreprise d'exploitation minière a été déclaré coupable de délit d'initié;
- engagé un nouveau directeur d'application de la loi qui, d'après la Commission, apportera la vision et le leadership nécessaires pour améliorer la protection des investisseurs et promouvoir l'intégrité des marchés.

Les représentants de l'organisme se sont dits généralement satisfaits de la gamme d'outils de réglementation dont dispose la Commission, mais ils continuent néanmoins d'évaluer les besoins en matière de réglementation étant donné l'instabilité continue des marchés. Nous avons appris, par exemple, qu'il pourrait être nécessaire de modifier la législation pour :

- mettre en place un cadre de réglementation des agences de notation;
- renforcer la capacité de la Commission de préserver les éléments d'actif au cours d'une enquête;
- élargir la définition de communication illégale d'information privilégiée;
- clarifier les compétences de la Commission en ce qui a trait aux sociétés qui exercent des activités aux États-Unis et qui font la promotion frauduleuse de stocks négociés en dehors des grandes bourses.

La Commission a ajouté qu'elle cherchait à déterminer la meilleure façon de réglementer les valeurs mobilières complexes, comme les contrats d'échange sur défaillance, qui ont précipité la crise financière en cours.

Discussion et recommandations du Comité

Les représentants de la Commission ont souligné que l'application de la réglementation était désormais une des premières priorités de la Commission, et ils espéraient que les récentes mesures d'application découragent les abus sur les marchés financiers. Ils nous ont également assuré qu'un examen stratégique des activités d'exécution de la Commission, conjugué au recrutement d'un nouveau directeur d'application de la loi, aidera la Commission à remplir son mandat à cet égard.

Pour que la Commission continue de disposer des outils de réglementation nécessaires, nous recommandons d'accorder la priorité aux modifications législatives mentionnées par la Commission durant les audiences. (Nous réitérons notre recommandation antérieure concernant la réglementation des agences de notation.)

5. Le Comité recommande que le ministère des Finances accorde la priorité aux modifications législatives nécessaires pour :

- **mettre en place un cadre de réglementation des agences de notation;**
- **renforcer la capacité de la Commission de préserver les éléments d'actif au cours d'une enquête;**
- **élargir la définition de communication illégale d'information privilégiée;**
- **clarifier les compétences de la Commission en ce qui a trait aux sociétés sur les marchés hors cote américains qui exercent des activités manipulatrices ou illégales visant des investisseurs ontariens;**
- **réglementer les produits complexes au moment de leur introduction sur le marché.**

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS

Contexte

La protection des investisseurs particuliers a été l'un des principaux thèmes de nos audiences. On nous a même dit que cette question ne peut qu'augmenter en importance, car de plus en plus de gens se tournent vers les marchés financiers pour financer leur retraite. La Commission aura par ailleurs un grand défi à relever : préserver la confiance des petits investisseurs au fur et à mesure que les marchés évolueront et que des produits de plus en plus complexes s'ajouteront à l'assortiment de titres accessibles aux investisseurs ordinaires.

Comme il est expliqué ci-après, la protection des investisseurs prend plusieurs formes. Les investisseurs sont protégés lorsqu'ils reçoivent les conseils de professionnels qualifiés, qu'ils disposent de l'information requise pour prendre des décisions éclairées, qu'ils ont accès à des mécanismes efficaces de traitement des plaintes et de règlement des différends, qu'ils peuvent soulever des questions auprès des organismes de réglementation, et qu'ils suivent une formation en matière d'investissement. Nos commentaires et recommandations visant à améliorer la protection des investisseurs commencent à la page 27.

La relation investisseur/conseiller

Une importante partie du rôle joué par la Commission pour protéger les investisseurs consiste à inscrire et à surveiller les courtiers et conseillers en valeurs mobilières. À cet égard, nous avons appris que les investisseurs ordinaires etaient de plus en plus dépendants des professionnels inscrits au moment de prendre leurs décisions en matière de placement. Ainsi, pour de nombreux investisseurs particuliers, la réglementation des valeurs mobilières est synonyme de surveillance de la relation investisseur/conseiller. Comme l'a dit un des membres du Comité, il s'agit de l'aspect critique pour la plupart des investisseurs.

Nous avons donc demandé à la Commission comment les investisseurs pouvaient s'assurer de recevoir les meilleurs conseils au moment d'investir leurs épargnes. Nous voulions notamment savoir s'il y avait une garantie que les conseillers feraient passer les intérêts de leurs clients avant les leurs.

Les représentants de la Commission ont décrit le cadre de réglementation existant, qui prévoit des normes de compétence minimales pour les conseillers financiers (ils doivent réussir des cours de recyclage et autres sur une base périodique), ainsi que des exigences d'inscription, ce qui signifie que la Commission peut interdire aux personnes qui ne respectent pas les normes de l'industrie de donner des conseils. En ce qui concerne les conflits d'intérêts possibles, ils ont expliqué qu'en vertu de la règle de la « connaissance du client », l'obligation première du conseiller était de veiller aux intérêts de ses clients. Le président de la Commission a reconnu que les règles ne seraient pas toujours respectées, mais il s'attendait à ce qu'elles le soient « 99 pour cent » du temps.

On a également attiré notre attention sur deux grandes initiatives qui, selon la Commission, devraient améliorer la relation investisseur/conseiller :

- *Divulgation au point de vente pour les fonds mutuels et les fonds distincts* : Cette proposition, élaborée par le Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier, vise à donner des renseignements utiles aux investisseurs avant qu'ils décident de souscrire à un fonds. Le système proposé de divulgation au point de vente prévoit un nouveau sommaire du fonds intitulé « Aperçu du fonds », que les investisseurs devraient recevoir avant de souscrire à un fonds, ainsi qu'un délai de réflexion révisé qui permettrait à un investisseur d'annuler une souscription.
- *Projet de réforme de l'inscription* : Cette initiative, qui serait la plus grande jamais entreprise par les ACVM, a pour objet « d'harmoniser, de simplifier et de moderniser le régime d'inscription dans l'ensemble du pays ». Selon la Commission, le projet bénéficiera aux investisseurs en alignant les exigences d'inscription pour les conseillers en placement sur les normes internationales de protection des investisseurs, et en précisant pour la première fois les gestionnaires des fonds mutuels et des produits de détail semblables.

Traitement des plaintes et règlement des différends

Traitement des plaintes

Des intervenants ont demandé au Comité d'examiner les recommandations du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières sur les moyens à prendre pour mieux servir les investisseurs (dans le contexte de la recommandation principale du Groupe concernant l'établissement d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières), ainsi que les réformes proposées au mécanisme de règlement des différends de l'OCRCVM.

Le Groupe d'experts a recommandé :

- que soit établi un service spécialisé pour remédier au manque d'information, d'orientation et de soutien à l'intention des investisseurs dans le domaine du traitement des plaintes et des recours;
- que les personnes et compagnies inscrites soient tenues de participer au processus de règlement des différends d'un organisme de règlement des différends désigné par la loi[5].

Dans sa réponse aux présentations des intervenants, la Commission a reconnu que, malgré les efforts récemment déployés pour améliorer le traitement des plaintes, les investisseurs avaient encore des préoccupations au sujet du processus. La Commission a dit qu'elle s'employait avec d'autres organismes de réglementation et OAR canadiens à améliorer les mécanismes de traitement des plaintes. Elle a notamment élaboré un guide convivial de deux pages à l'intention des investisseurs qui désirent porter une plainte. Ce guide est accessible en ligne. La Commission a aussi intégré à son InfoCentre une section qui est censée permettre aux investisseurs d'accéder à des professionnels qui peuvent les conseiller sur le processus de règlement des plaintes.

Il a également été noté que l'OCRCVM avait récemment proposé à ses membres d'établir des normes et des délais pour la réception, l'examen et le règlement des plaintes concernant le traitement des comptes clients. Selon la règle proposée, les courtiers membres seraient tenus de conseiller les clients sur toutes les options disponibles au cas où ils ne seraient pas satisfaits de la réponse du courtier. L'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM) propose des modifications semblables.

Règlement des différends

La Commission a indiqué qu'elle appuyait la recommandation du Groupe d'experts que les inscrits (courtiers/conseillers inscrits en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*) soient tenus de participer au processus de règlement des

---

[5] Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, *Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux : Rapport final et recommandations*, janvier 2009, pp. 33-35. Le rapport est accessible en ligne à http://www.expertpanel.ca/fra/documents/Groupe_Experts_Rapport_Final_Et_Reccomandations.pdf.

différends d'un organisme désigné par la loi, et noté qu'une règle proposée par les ACVM obligerait les inscrits à participer à des services indépendants de règlement des différends.

En ce qui concerne le programme d'arbitrage de l'OCRCVM, la Commission a expliqué que les clients des membres de l'OCRCVM avaient accès au programme, et que les membres de l'OCRCVM et de l'ACCFM étaient aussi tenus de participer au programme non contraignant de règlement des différends offert par l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement (OSBI). Le processus de l'OSBI est moins formel et moins coûteux que le programme de l'OCRCVM. De plus, l'OSBI plafonne les demandes de règlement à 350 000 $, contre 100 000 $ pour l'OCRCVM. Selon la Commission, les investisseurs préfèrent le programme de l'OSBI.

La Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR) et d'autres groupes de défense des droits des investisseurs voudraient que le processus de l'OCRCVM soit rationalisé et moins coûteux. Ils recommandent aussi de faire passer de 100 000 $ à 350 000 $ (ou plus) le montant maximum des demandes de règlement.

Nous avons été informés que l'OCRCVM avait annoncé un examen de son programme d'arbitrage qui inclurait une évaluation du seuil monétaire.

Restitution

Dans son rapport de 2009, le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières recommandait que :

- l'organisme national proposé de réglementation des valeurs mobilières ait le pouvoir d'ordonner le versement d'une indemnisation en cas d'infraction à la législation en valeurs mobilières afin que les investisseurs ne soient pas obligés d'avoir recours aux tribunaux;
- soit établi un fonds d'indemnisation des investisseurs financé par le secteur, qui permettrait à l'organisme de réglementation des valeurs mobilières d'indemniser directement les investisseurs lésés.

La *Loi sur les valeurs mobilières* donne actuellement à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario le pouvoir de demander aux tribunaux une ordonnance d'indemnisation en faveur des investisseurs lésés, mais pas le pouvoir d'ordonner directement une indemnisation.

Lorsqu'il a examiné la question en 2004, le Comité permanent des finances et des affaires économiques de l'Assemblée législative a observé que les organismes de réglementation tels que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario n'avaient généralement pas le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution, car ils ont un mandat de protection plutôt que de réparation. Le Comité des finances a recommandé que la province et la Commission établissent un « moyen

pratique qui permettrait aux investisseurs de réclamer un dédommagement de manière abordable et dans de courts délais ».

Étant donné l'incertitude qui entoure l'établissement d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières au Canada, des groupes de défense des droits des investisseurs ont recommandé que les recommandations du Groupe d'experts sur l'indemnisation des investisseurs soient mises en œuvre en Ontario – dès maintenant. Lorsqu'on lui a demandé si ces propositions correspondaient à des pratiques exemplaires, le porte-parole du groupe FAIR a fait remarquer qu'il ne s'agissait pas d'idées révolutionnaires mais de pratiques courantes dans le monde entier. Même d'autres provinces, a-t-il souligné, ont pris des mesures en ce sens. Par exemple, certains organismes de réglementation provinciaux ont le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution.

Dans sa réponse aux intervenants, la Commission se disait « d'accord avec le fait qu'il y aurait lieu d'explorer des moyens d'indemniser les investisseurs plus rapidement et à un coût moins élevé ». Elle reconnaissait qu'un fonds d'indemnisation financé par l'industrie « mérite d'être pris en compte », mais dans le contexte de la transition à un organisme de réglementation national.

Organe consultatif d'investisseurs

La Commission a formé le Comité consultatif des investisseurs (CCI) en 2006. Lors de l'annonce des personnes nommées au CCI, le président de la Commission a déclaré :

> Nous croyons que la participation directe des investisseurs est essentielle à la santé des marchés financiers de l'Ontario et nous comptons sur le Comité consultatif des investisseurs pour jouer un rôle important dans nos efforts visant à régler les problèmes importants qui touchent les investisseurs particuliers.

Les témoignages des intervenants et des représentants de la Commission révélaient différentes attentes en ce qui concerne le mandat de cet organe consultatif.

Les représentants de la Commission soutiennent que le CCI a été établi pour un mandat de deux ans et qu'il a été décidé de prendre une « pause » à la fin de cette période afin de déterminer s'il existe un meilleur moyen de connaître les préoccupations des investisseurs particuliers. Nous avons appris que le Comité mixte permanent des questions touchant les investisseurs particuliers avait été constitué au printemps 2008 afin de se pencher sur les dossiers pertinents. Le Comité mixte permanent, qui regroupe des cadres supérieurs de la Commission, de l'OCRCVM, de l'ACCFM et de l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement, examine le concept d'un panel de consommateurs reconstitué. De l'avis de la Commission, le Comité mixte permanent est bien placé pour examiner les questions intéressant les investisseurs, car les OAR – qui assurent la surveillance directe des courtiers/conseillers en placement – participent au processus.

Le témoignage de la Commission contraste avec le mémoire que nous a fait parvenir Pamela Reeve, membre de l'Association pour la protection des petits investisseurs et ancien membre du CCI. M^me^ Reeve nous a dit que d'autres anciens membres du CCI et elle-même estimaient avoir été induits en erreur au sujet du mandat de l'organisme consultatif. Ils croyaient avoir été nommés pour un mandat initial de deux ans, mais pensaient que le CCI continuerait de fonctionner après cette période. D'après M^me^ Reeve, ce n'est qu'indirectement que les membres du Comité ont appris que le mandat du CCI ne serait pas prolongé. Elle conteste l'affirmation de la Commission selon laquelle le Comité mixte permanent sera mieux placé pour comprendre les questions touchant les investisseurs parce que des OAR participent au processus, ajoutant que le CCI avait l'habitude de consulter les OAR. Quoi qu'il en soit, les petits investisseurs ne sont pas représentés au sein du Comité mixte permanent.

De façon plus générale, M^me^ Reeve et d'autres protecteurs des droits des investisseurs estiment que, pour protéger les investisseurs et restaurer leur confiance, il est essentiel de mettre en place un mécanisme formel par lequel les investisseurs ordinaires peuvent faire connaître leurs vues aux organismes de réglementation de l'industrie. À cet égard, on nous a demandé d'examiner le modèle adopté au Royaume-Uni, où le panel de consommateurs sur les services financiers dispose d'un budget de recherche et présente des rapports. Les membres du panel britannique sont rémunérés.

Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission a souligné que son mandat, ses activités et ses initiatives reflétaient l'importance qu'elle accordait aux investisseurs. En plus du Comité mixte permanent, la Commission a mentionné ses autres initiatives liées aux investisseurs, comme les propositions de réforme du processus de traitement des plaintes et de règlement des différends, le document de divulgation au point de vente et le projet de réforme de l'inscription. La Commission a également fait savoir qu'elle était en train de mettre sur pied un Secrétariat des investisseurs « afin de mieux déterminer et aborder les questions qui préoccupent les investisseurs ».

Représentation des investisseurs à la Commission

Dans une récente annonce, le Secrétariat des nominations du gouvernement de l'Ontario invitait les candidatures à trois postes de commissaire à temps partiel à la Commission. L'annonce précisait que la Commission était à la recherche de candidats qui ont acquis une expérience en gestion ou en leadership chez une société émettrice ou un courtier, ou qui possèdent une expérience considérable des litiges ou des décisions concernant des valeurs mobilières.

Selon les intervenants, ces critères reflètent une vue étroite du monde des valeurs mobilières. ADVOCIS, par exemple, a affirmé que la Commission était axée sur les émetteurs et les courtiers, tant par sa composition que par sa philosophie en matière de réglementation. D'autres ont fait remarquer que la Commission ne manquait pas de spécialistes des services de banque d'investissement et d'avocats de Bay Street. Ces témoins ont recommandé qu'au moins un poste au conseil

d'administration de la Commission soit réservé à une personne qui pourrait présenter le point de vue des investisseurs particuliers.

La Commission a énoncé sa position officielle sur ce point dans sa réponse aux présentations des intervenants :

> Le Comité de gestion interne et des mises en candidature cherche des personnes qui, dans l'ensemble, possèdent une expertise en placements institutionnels et ceux des particuliers ainsi que dans un certain nombre de domaines, y compris la comptabilité ou la vérification, les finances, la gestion de placements, les services bancaires d'investissement, les services bancaires ou l'assurance, le domaine juridique et l'arbitrage.
>
> Tous les commissaires sont sensibles aux questions qui se rapportent aux investisseurs. Le fait de réserver des postes au sein de la Commission à un type de représentation en particulier n'est pas conforme à la loi et à notre charte de gouvernance d'entreprise.

Cette réponse a amené les intervenants à clarifier ainsi leur proposition :

- Il n'y a pas de différence entre le concept de représentant des investisseurs et le fait de réserver un poste au sein du conseil d'administration de la Commission à un membre d'une société cotée.
- Le représentant des investisseurs serait tenu d'exercer les mêmes fonctions que les autres commissaires. La nomination d'un représentant des investisseurs n'irait donc pas à l'encontre de la *Loi sur les valeurs mobilières* ou de la charte de la Commission.

Littératie financière

Malgré le consensus entourant l'importance de la littératie financière pour la protection des investisseurs – importance qui ne fera que croître avec la démocratisation des marchés financiers ontariens, certains intervenants soutiennent que l'industrie des valeurs mobilières a fait peu d'efforts pour mieux éduquer les investisseurs particuliers. On a laissé entendre, par exemple, que l'organisme de réglementation qui affiche des documents d'information financière sur son site Web ne fait que transférer la responsabilité de la protection des investisseurs aux investisseurs mêmes.

Les groupes de défense des droits des investisseurs invitent donc les gouvernements fédéral et provincial à faire preuve de leadership dans ce dossier en élaborant et mettant en œuvre des stratégies de littératie financière. Ils ont même encouragé le gouvernement de l'Ontario à intégrer des cours de littératie financière au programme d'études secondaires de la province.

Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission a affirmé qu'elle appuyait généralement ces propositions et mentionné certaines mesures qu'elle avait prises pour améliorer la littératie financière :

- En 2000, la Commission a établi le Fonds pour l'éducation des investisseurs (FEI). En plus d'héberger un site Web détaillé, le FEI promeut la compétence financière au sein du système scolaire en apprenant aux enseignants comment enseigner la littératie financière en classe et en présentant des exposés aux élèves. Le FEI offre aussi un programme communautaire de littératie financière à l'intention des adultes.
- La Commission a dit qu'elle était disposée à collaborer avec un groupe de travail fédéral chargé de présenter des recommandations sur une stratégie nationale de littératie financière. Elle participe également à de nombreuses initiatives nationales d'éducation des investisseurs et de littératie financière parrainées par les ACVM et d'autres organismes nationaux.
- La Commission a engagé des discussions avec le ministère de l'Éducation de l'Ontario au sujet de l'introduction de cours de littératie financière dans les écoles secondaires de l'Ontario.

Nous avons également reçu deux recommandations visant à modifier les dispositions réglementaires liées à l'éducation des investisseurs. La première concerne la dispense relative aux « investisseurs accrédités », qui permet aux personnes remplissant certains critères financiers d'acheter des valeurs mobilières émises sans prospectus (on suppose que ces personnes possèdent des compétences financières ou qu'elles ont les moyens de retenir les services de conseillers compétents). Selon FAIR, la dispense aurait pour effet de permettre aux conseillers en placement de se démettre de leur responsabilité de s'assurer que les investisseurs sont effectivement sophistiqués. Le groupe recommande que la Commission examine la dispense relative aux investisseurs accrédités et que les investisseurs soient tenus de produire des preuves objectives de leur littératie financière. Il estime que ces mesures rejetteraient la responsabilité de la protection des investisseurs sur les experts de l'industrie.

En réponse à cette proposition, la Commission a fait remarquer que les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières examinaient continuellement les dispenses, mais que la crise financière en cours avait amené les ACVM à réexaminer ses politiques afin d'évaluer les critères d'admissibilité à la dispense relative aux investisseurs accrédités.

FAIR a également recommandé que les conseillers en placement soient tenus de s'assurer que les consommateurs comprennent bien les produits qu'ils achètent. La Commission a répondu qu'elle s'efforçait d'améliorer l'information sur les produits fournie aux investisseurs particuliers au moyen d'initiatives telles que le projet de divulgation au point de vente, qui fournira aux investisseurs des renseignements en langage simple sur les fonds mutuels, notamment en ce qui conc rne le rendement, le risque et les coûts, avant que l'investisseur ne prenne la décision d'acheter. Elle a souligné que ces initiatives s'ajoutaient aux obligations

concernant la « connaissance du client » et la « convenance du produit » auxquelles les conseillers en placement sont assujettis.

Discussion et recommandations du Comité

Les preuves qui nous ont été présentées indiquent que la Commission et les OAR s'efforcent d'apaiser bon nombre des inquiétudes associées à la protection des consommateurs qui préoccupent les investisseurs particuliers. Par exemple, les mesures prises par la Commission et par l'OCRCVM pour améliorer le traitement des plaintes des investisseurs devraient rendre ce système plus facile à négocier et plus efficace. Comme il est noté plus haut, l'OCRCVM a entrepris un examen de son mécanisme de règlement des différends qui inclura une réévaluation du seuil monétaire.

De même, nous avons appris que la Commission avait lancé un vaste éventail d'initiatives d'éducation des investisseurs et qu'elle avait notamment engagé des discussions avec le ministère de l'Éducation au sujet de l'introduction éventuelle de cours de littératie financière dans les écoles secondaires de l'Ontario.

Aussi louables que soient ces initiatives des organismes de réglementation, nous croyons que d'autres mesures de protection des investisseurs devraient être mises en œuvre.

Dédommagement

Les groupes d'investisseurs particuliers préconisent depuis longtemps un mécanisme de restitution qui éviterait aux investisseurs lésés d'avoir à faire appel aux tribunaux pour se faire indemniser de leurs pertes. La Commission reconnaît qu'il faut trouver un meilleur moyen d'indemniser les investisseurs, mais elle n'appuie pas les propositions qui lui donneraient le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution. De même, la Commission souscrit au concept d'un fonds d'indemnisation financé par l'industrie, mais elle estime qu'il serait plus logique de constituer un tel fonds au niveau national.

Comme nous le faisons remarquer dans notre discussion d'un organisme de réglementation national, nous croyons que l'Ontario devrait établir des normes de protection des investisseurs qui finiraient par s'appliquer au niveau national. Nous sommes donc d'avis qu'une meilleure indemnisation des investisseurs ne devrait pas dépendre de la mise en place d'un organisme de réglementation national.

6. Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour :

- **donner à la Commission le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution en cas d'infraction à la législation en valeurs mobilières;**
- **établir un fonds d'indemnisation financé par l'industrie.**

Consultation des investisseurs

Les groupes de protection des investisseurs se sont clairement sentis exclus après le démantèlement du Comité consultatif des investisseurs de la Commission. À leur avis, pour protéger les investisseurs et leur redonner confiance, la Commission doit disposer d'un mécanisme formel qui permettrait aux investisseurs ordinaires de faire connaître leurs vues.

La Commission nous a transmis des messages contradictoires à ce sujet. D'un côté, elle appuie le concept d'un groupe consultatif d'investisseurs; de l'autre côté, elle semble peu enthousiaste à l'idée d'un organe consultatif reconstitué au niveau provincial. En réponse à nos questions sur ce point, la Commission a déclaré qu'elle cherchait à déterminer si un comité de consommateurs limité à l'Ontario et aux valeurs mobilières pouvait fonctionner, ou s'il serait préférable de consulter les consommateurs de produits financiers de toutes sortes.

Nous ne comprenons pas très bien pourquoi l'idée d'un groupe consultatif d'investisseurs, que la Commission appuie dans le cadre de l'établissement d'un organisme national de réglementation ou dans le contexte plus vaste des produits financiers, serait moins attrayante au niveau du plus gros organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières au pays. Nous convenons avec les intervenants qu'il y aurait lieu de renforcer le groupe consultatif d'investisseurs de la Commission.

> **7. Le Comité recommande que la Commission établisse un comité consultatif d'investisseurs en prenant pour modèle le comité de consommateurs de services financiers qui existe au Royaume-Uni.**

Représentation des investisseurs au sein de la Commission

Des groupes de protection des investisseurs nous ont encouragés à recommander la création d'un poste de représentant désigné des investisseurs au conseil d'administration de la Commission. Celle-ci a toutefois émis des réserves face à cette proposition. Durant les audiences, la Commission semblait surtout préoccupée par le fait qu'on lui demandait de recruter une personne ne possédant pas les compétences habituelles des commissaires. Dans sa réponse formelle aux présentateurs, la Commission déclare que le concept d'un représentant des investisseurs est incompatible avec les exigences de la Loi et avec sa charte d'entreprise.

Les intervenants ont clarifié leur proposition en expliquant qu'ils n'envisageaient pas la nomination d'un profane et que le représentant des investisseurs devrait plutôt exercer les fonctions habituelles d'un commissaire tout en présentant le point de vue des investisseurs lors des délibérations de la Commission.

Nous croyons qu'il est important pour les investisseurs particuliers, particulièrement à la suite de la crise du PCAA, de savoir qu'un membre du conseil d'administration de la Commission est chargé de défendre leurs intérêts.

C'est pourquoi nous convenons qu'il faudrait nommer un représentant des investisseurs à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

> **8. Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour nommer un représentant des investisseurs au conseil d'administration de la Commission.**

Autoréglementation

Enfin, nous reconnaissons que certains groupes et certaines personnes ne seront pas satisfaits des mesures de protection des investisseurs proposées dans ce rapport. Pour ces intervenants, le système d'autoréglementation ne répondra jamais à toutes les préoccupations ni à tous les besoins des investisseurs particuliers.

Nous n'avons pas reçu suffisamment de preuves pour recommander une refonte du système d'autoréglementation de l'Ontario, mais nous croyons qu'il vaut la peine de répéter les observations d'Ermanno Pascutto (FAIR) :

> [*Traduction*]
> Tout le monde semble vouloir critiquer le système d'autoréglementation canadien. J'ai vu l'autoréglementation en œuvre à Londres et à Hong Kong, et je sais qu'il peut être efficace. J'ai vu le système d'autoréglementation en place en Ontario dans les années 1980 et c'était sans espoir. Ce n'était rien d'autre qu'un organisme de défense des droits de l'industrie. Les temps ont changé. Nous avons évolué. L'OCRCVM ne ressemble pas du tout à l'ACCOVAM d'il y a quelques années. Nous avons mis en place un système d'autoréglementation. Au lieu de constamment le critiquer, pourquoi n'essayons-nous pas de le rendre plus efficace? L'OCRCVM ne jouit pas des mêmes pouvoirs d'enquête que la commission des valeurs mobilières. Pourquoi ne pas lui conférer de plus grands pouvoirs d'enquête? L'OCRCVM n'est pas autorisée à percevoir des amendes. Les membres peuvent cesser d'y adhérer sans subir de conséquences. Pourquoi ne pas donner à l'OCRCVM le pouvoir de percevoir des amendes? Pourquoi ne pas l'aider à devenir plus efficace? Comme nous avons déjà un système d'autoréglementation en place, efforçons-nous de l'améliorer.

LA RESPONSABILISATION DE LA COMMISSION

Le Comité permanent des organismes gouvernementaux a notamment pour mandat de chercher des moyens de responsabiliser davantage les organismes examinés. À cet égard, nous avons entendu deux témoins qui nous ont rappelé qu'il y a cinq ans, un autre comité législatif avait recommandé d'améliorer la

surveillance de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario mais que sa recommandation n'a jamais été pleinement mise en œuvre.

En 2004, le Comité permanent des finances et des affaires économiques a examiné le rapport du comité d'examen quinquennal sur la législation en valeurs mobilières de l'Ontario. Durant ses audiences, le Comité des finances s'est fait dire que, par comparaison avec la surveillance gouvernementale de la SEC aux États-Unis, il y avait très peu de surveillance législative de la CVMO.

On a notamment souligné que la SEC faisait l'objet d'une surveillance rigoureuse par le Congrès et qu'elle avait son propre inspecteur général à l'interne. En se fondant sur cette information, le Comité des finances a recommandé que les rapports annuels de la Commission soient renvoyés à un comité de l'Assemblée législative, et que ce comité ait le pouvoir de convoquer des témoins et d'exiger d'eux qu'ils répondent aux questions sur les progrès réalisés dans la mise en œuvre des recommandations approuvées par l'Assemblée législative.

Une modification apportée à la *Loi sur les valeurs mobilières* en 2005 semble être la réponse législative à la recommandation du Comité des finances. En effet, l'article 3.10 de la Loi stipule ce qui suit :

> 3.10(1) La Commission remet au ministre, dans les six mois qui suivent la fin de chaque exercice, un rapport annuel sur ses affaires de l'exercice, y compris ses états financiers vérifiés.
>
> (2) Le ministre dépose le rapport annuel de la Commission devant l'Assemblée dans le mois qui suit sa réception en le remettant au greffier de l'Assemblée.
>
> (3) Après le dépôt du rapport annuel devant l'Assemblée, un comité permanent ou spécial de l'Assemblée est habilité à l'examiner et à remettre un rapport sur ses opinions et recommandations à l'Assemblée.

Nous notons que le Comité permanent des finances et des affaires économiques a été désigné par l'Assemblée législative pour recevoir et examiner les rapports annuels de la Commission. À ce jour, le Comité des finances ne s'est pas encore réuni aux fins de l'article 3.10 de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

FAIR, le groupe de protection des investisseurs, a également recommandé que le comité désigné pour examiner les rapports annuels de la Commission ait le pouvoir de faire appel à des experts en réglementation des valeurs mobilières qui pourraient effectuer des vérifications de la Commission. Ces vérifications seraient mises à la disposition du comité au moment de ses examens annuels.

Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission précise qu'elle a déjà mis en place un « cadre de responsabilisation rigoureux » qui comprend :

- un protocole d'entente établissant le lien de responsabilité entre la Commission et le ministre des Finances;
- l'obligation de fournir au ministre les plans d'activités, les budgets de fonctionnement ainsi que les projets de modification importante du fonctionnement ou des activités de la Commission;
- l'obligation de remettre un rapport annuel et des états financiers vérifiés au ministre pour qu'il les dépose devant l'Assemblée législative;
- la publication de l'énoncé annuel des priorités aux fins de commentaires du public et de communication au ministre;
- la publication de politiques et de règles aux fins de commentaires par le public et d'examen par le ministre.

La Commission est également surveillée de près par l'Assemblée législative de l'Ontario. L'Assemblée législative peut notamment intervenir par l'entremise du Comité permanent des organismes gouvernementaux, qui a le pouvoir d'examiner les activités des organismes gouvernementaux et de rendre compte de ses observations, opinions et recommandations à la Chambre, et elle peut aussi désigner un comité permanent ou spécial chargé d'examiner les rapports annuels de la Commission en vertu de l'article 3.10 de la Loi.

En ce qui concerne les vérifications supplémentaires proposées en matière de réglementation (dans le cadre de l'examen effectué par un comité législatif en vertu de l'article 3.10 de la Loi), la Commission a déclaré :

> Nous ne croyons pas qu'une vérification supplémentaire en matière de réglementation soit nécessaire ou améliore d'une façon quelconque la supervision actuelle.

Discussion et recommandation du Comité

La Commission exerce actuellement ses activités à l'intérieur d'un cadre de responsabilisation rigoureux. Nous croyons toutefois que l'Assemblée législative devrait exercer pleinement ses pouvoirs de surveillance à l'égard de la Commission.

> **9. Le Comité recommande que le Comité permanent des finances et des affaires économiques exerce son pouvoir d'examiner les rapports annuels de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.**

ORGANISME NATIONAL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

Les économistes, les participants au marché et les observateurs de l'industrie soutiennent depuis longtemps que l'actuel système, qui englobe 13 ensembles de lois sur les valeurs mobilières et 13 organismes de réglementation, fait augmenter

le coût des affaires au Canada. Ils disent qu'un régime national de réglementation des valeurs mobilières rendrait les marchés financiers canadiens plus efficaces et plus concurrentiels.

Plus récemment, il a été souligné que nous avons besoin d'un organisme de réglementation unique pour suivre l'évolution rapide des marchés nationaux et internationaux et représenter les intérêts du Canada sur la scène internationale.

Dans son rapport de janvier 2009, le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières a recommandé « l'établissement de la Commission canadienne des valeurs mobilières, qui aura le mandat d'appliquer une loi unique sur les valeurs mobilières au Canada ». A suivi le budget fédéral de 2009, qui annonçait la création d'un bureau chargé de gérer la transition à un organisme de réglementation national.

Nos audiences ont révélé que cette initiative jouissait d'un vaste appui. Le président David Wilson a dit au Comité que la CVMO appuyait pleinement la recommandation du Groupe d'experts et qu'elle était prête à faire de cet objectif une réalité. Il a d'ailleurs présenté avec concision les arguments en faveur d'un organisme de réglementation national :

> [*Traduction*]
> Les marchés financiers ne sont pas provinciaux; les marchés financiers sont nationaux et, comme nous l'avons tous appris, ils sont même devenus internationaux.

La plupart des intervenants convenaient qu'un organisme de réglementation national serait un modèle plus efficace, particulièrement du point de vue de l'application des lois. La Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises, quant à elle, aimerait voir un modèle plus intégré, où les secteurs des valeurs mobilières, des banques et des assurances, ainsi que tout autre acteur sur les marchés financiers, seraient réglementés par un même organisme.

Enfin, nous constatons que l'Ontario, où l'on trouve le plus grand marché de capitaux et le plus influent organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada, appuie depuis longtemps le concept d'un organisme de réglementation national. La province a d'ailleurs défini sa position dans le discours du budget de 2009 :

> L'Ontario défend cette idée depuis longtemps, et c'est avec plaisir que l'on constate que les recommandations du Groupe d'experts soutiennent la position du gouvernement provincial [...] Au cours de l'année à venir, le gouvernement de l'Ontario travaillera de concert avec les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux pour concrétiser cette initiative.

Discussion et recommandation du Comité

Les arguments en faveur d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières nous semblent irréfutables, d'autant plus que nous avons de plus en plus besoin d'organismes de réglementation capables de répondre à l'évolution rapide des marchés internationaux.

Notre préférence pour un organisme de réglementation national ne signifie toutefois pas que nous attachons moins d'importance aux enjeux mentionnés dans nos autres recommandations. La CVMO étant le plus grand organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada, nous croyons que l'Ontario devrait établir des normes qui pourraient en fin de compte être adoptées au niveau national.

> **10. Le Comité recommande que la Commission et la province continuent de travailler avec les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux, et avec d'autres organismes de réglementation et intervenants, au développement et à la mise en œuvre d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières.**

AUTRES QUESTIONS DE RÉGLEMENTATION

Gouvernance d'entreprise

Contexte

Le terme « gouvernance d'entreprise » s'entend de :

> [*Traduction*]
> la relation entre tous les intervenants d'une société, dont les actionnaires, les administrateurs et les gestionnaires d'une société, telle que définie par la charte d'entreprise, le règlement intérieur, la politique formelle et la règle de droit. Les sociétés éthiques auraient une excellente gouvernance d'entreprise[6].

La présentation de la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises avait pour thème l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. D'après la Coalition, le processus décisionnel des entreprises, qui a causé la récession économique en cours, fait ressortir la nécessité d'une réforme dans ce domaine. La Coalition est d'avis qu'une « démocratie des actionnaires » serait garante d'une meilleure gouvernance d'entreprise.

En Ontario, la gouvernance d'entreprise est réglementée par les statuts de la société. La *Loi sur les sociétés par actions* de l'Ontario (LSAO) régit notamment

---

[6] Dictionnaire en ligne d'Investopedia à http://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp.

les réunions des actionnaires, le processus d'élection des administrateurs et d'autres pratiques de gouvernance d'entreprise. La loi correspondante au niveau fédéral est la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*.

La gouvernance d'entreprise n'est pas seulement une question de droit corporatif. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont eux aussi le pouvoir d'édicter des règles et des politiques concernant les pratiques de gouvernance d'entreprise qui ont un impact sur la protection ou la confiance des investisseurs.

En Ontario par exemple, les principales règles régissant le processus de vote par procuration, dont le contenu des circulaires de la direction sollicitant des procurations distribués aux actionnaires[7], sont prescrites par la LSAO. Cependant, comme les circulaires de la direction sollicitant des procurations contiennent des informations importantes pour les investisseurs au moment de prendre la décision d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières, le contenu de ces circulaires est également considéré comme une question de protection des investisseurs. En conséquence, les règles d'information continue de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario obligent les sociétés à inclure dans les circulaires de la direction sollicitant des procurations des renseignements qui dépassent les exigences du droit corporatif.

La Commission a également établi des règles de gouvernance d'entreprise reflétant les réformes adoptées par le Congrès et la SEC des États-Unis après la faillite d'Enron et d'autres grandes sociétés en 2002. Ces règles, qui concernent le conseil d'administration des sociétés, portent notamment sur la composition et les responsabilités des comités de vérification et l'indépendance des administrateurs. Les règles visent à restaurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers et s'ajoutent aux exigences du droit corporatif.

On distingue généralement deux conceptions conflictuelles de la gouvernance d'entreprise et de la nécessité d'une réforme. Les tenants de la première interprétation pensent que la gouvernance d'entreprise serait surtout une question de droit corporatif, car les questions liées à la démocratie des actionnaires sont essentiellement réglementées par les statuts des sociétés. Selon eux, ce serait une erreur de mettre la démocratie corporative sur le même pied que la démocratie politique. Ils croient généralement que le droit corporatif existant offre une protection adéquate aux actionnaires.

Les tenants de la deuxième interprétation, comme la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises, sont d'avis que l'absence de démocratie dans la façon dont les sociétés sont gérées offre peu de protection aux actionnaires et finit par produire de mauvaises décisions. Ils voient la gouvernance d'entreprise comme une question relevant de la réglementation des valeurs mobilières, notamment parce que les organismes de réglementation des valeurs mobilières

[7] Selon Investopedia, [*traduction*] « la procuration fournit d'importants renseignements sur les points à l'ordre du jour de l'assemblée annuelle, les qualifications des cadres de direction et des membres du conseil d'administration, les principaux actionnaires de la société et la rémunération des cadres, en plus de servir de bulletin de vote pour les élections au conseil d'administration ».

leur semblent mieux placés pour apporter des changements. Ils soutiennent que les organismes de réglementation des valeurs mobilières peuvent donner le coup d'envoi à la réforme parce qu'ils possèdent une connaissance spécialisée des marchés financiers et des participants aux marchés, et qu'ils peuvent réagir plus rapidement aux problèmes émergents de gouvernance d'entreprise grâce à leurs pouvoirs de réglementation.

Démocratie des actionnaires

Les représentants de la Commission ont affirmé que les questions de gouvernance d'entreprise en Ontario (et au Canada) étaient actuellement à l'étude. En décembre 2008, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié, pour commentaires, une proposition visant à remplacer l'actuel régime d'information « se conformer ou expliquer » par une démarche davantage axée sur les principes. Les ACVM sont aussi en train d'examiner les questions liées à la démocratie des actionnaires et elles consulteront les intervenants et les investisseurs dans le cadre de cet examen. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario fait partie d'un groupe de travail international qui se penche sur les droits des actionnaires minoritaires dans les sociétés ouvertes cotées.

Dans sa présentation au Comité, la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises a déclaré qu'elle s'opposait fondamentalement aux lignes directrices en matière de gouvernance d'entreprise proposées par les ACVM. Sa principale objection est que les propositions des ACVM maintiendraient un système où les membres du conseil d'administration et de la direction déterminent le niveau de démocratie des actionnaires approprié pour la société. Selon la Coalition, une véritable transition vers une démocratie des actionnaires nécessite des règles – cela ne se fera pas volontairement.

La Coalition a présenté plusieurs recommandations visant à améliorer la gouvernance d'entreprise. Deux de ces recommandations sont examinées ci-après.

Élection des membres du conseil d'administration

La Coalition soutient que les sociétés prendraient de meilleures décisions si les actionnaires avaient un droit de regard plus étendu sur le processus décisionnel. Une façon d'atteindre cet objectif serait de donner aux actionnaires le droit de voter pour les membres du conseil d'administration. La pratique habituelle des sociétés consiste à établir une liste de candidats au conseil d'administration; l'actionnaire a donc le choix entre voter pour tous les candidats ou s'abstenir de voter. Ce système empêcherait les actionnaires de voter pour d'autres candidats et favoriserait un conseil d'administration hostile au changement.

La Coalition appuie aussi l'adoption d'un mécanisme de « vote majoritaire », qui donnerait aux actionnaires le droit de voter pour ou contre chaque candidat. Selon les règles actuelles, l'actionnaire qui rejette un candidat ne peut que s'abstenir de voter.

Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission a souligné que la plupart des compagnies avaient l'habitude d'élire une liste d'administrateurs mais qu'aucune

loi n'interdisait l'élection individuelle des administrateurs. Certaines compagnies ouvertes ont même volontairement institué cette pratique.

Une transition au vote majoritaire nécessiterait toutefois des modifications aux lois sur les valeurs mobilières et aux statuts des sociétés. La Commission dit avoir entamé des discussions avec des organismes de réglementation fédéraux et ontariens sur les mérites du vote majoritaire.

Approbation des transactions importantes par les actionnaires

La Coalition (à l'instar de FAIR, le groupe de défense des droits des investisseurs) soutient que les grandes décisions des sociétés, comme les acquisitions importantes ou l'émission d'actions, devraient être approuvées par les actionnaires. Ce qui l'inquiète, c'est que les « transactions transformationnelles » mettant en jeu un grand nombre d'actions peuvent affecter les droits de vote et de distribution ainsi que les droits résiduaires des actionnaires.

La Commission reconnaît que cela peut constituer un problème et fait remarquer que la Bourse de Toronto, en consultation avec la Commission, a entrepris un examen public afin d'évaluer l'opportunité de faire approuver par les actionnaires les décisions qui entraînent une dilution importante du capital.

Discussion et recommandations du Comité

Nous avons appris que la démocratie dans la gouvernance d'entreprise faisait de plus en plus parler d'elle, ici même en Ontario et ailleurs. Cependant, la réforme dans ce domaine est compliquée par au moins deux facteurs. Elle nécessiterait la modification de plus d'une loi et l'intervention de plus d'un ordre de gouvernement. Il faut aussi mentionner le débat en cours entre ceux qui croient que la gouvernance d'entreprise devrait continuer de relever surtout du droit corporatif et ceux qui pensent que la réforme devrait être guidée par les organismes de réglementation des valeurs mobilières.

Comme il est noté plus haut, en 2008, les ACVM ont diffusé une ébauche de politique nationale énonçant les principes proposés de gouvernance[8]. La Commission participe également à des examens et des discussions touchant la gouvernance d'entreprise. À notre avis, la province devrait prendre une part active au débat.

> **11. Le Comité recommande que la province institue un examen formel de la démocratie dans la gouvernance d'entreprise en Ontario.**

[8] Le 13 novembre 2009, les ACVM ont annoncé qu'elles ne prévoyaient pas « mettre en œuvre le projet tel qu'il a été publié ». Voir le communiqué de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, intitulé « Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières maintiennent le régime de gouvernance actuel » et daté du 13 novembre 2009, sur le site http://www.osc.gov.on.ca/fr/NewsEvents_nr_20091113_csa-58-305-governance-regime.htm.

Démutualisation de la Bourse de Toronto

Contexte

La Bourse de Toronto (TSX) n'est pas reconnue comme OAR par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, mais elle joue néanmoins un rôle important dans la réglementation du système de valeurs mobilières de l'Ontario. Ce point est souligné dans le mémoire de FAIR, qui soutient que l'actuelle structure d'entreprise de la TSX compromet sa capacité d'exercer ses fonctions de réglementation.

Pour placer cette question en contexte, nous expliquons brièvement le rôle des bourses et la récente transformation de ces organisations mutuelles en entreprises à but lucratif.

Le double rôle des bourses

Les bourses jouent un rôle à la fois commercial et de réglementation. À titre d'entité commerciale, une bourse fournit des installations pour l'échange des valeurs mobilières cotées en bourse. Les revenus proviennent des droits facturés pour l'admission à la cote, les services de négociation, l'adhésion, les données sur le marché ainsi que d'autres services et renseignements fournis par la bourse. Les droits sont payés directement par les sociétés cotées, les courtiers et d'autres parties qui utilisent ou achètent des services et des informations.

À titre d'organisme de réglementation, la bourse protège l'intérêt public en réglementant les échanges et en surveillant les sociétés cotées. La réglementation de la conduite des marchés (c.-à-d. la cotation en bourse) englobe la surveillance des activités boursières et l'application des règles. La réglementation des émetteurs cotés permet de s'assurer que les sociétés cotées respectent certaines normes financières et de gouvernance d'entreprise et d'autres normes de qualité établies par la bourse.

Démutualisation

Dans le passé, les bourses fonctionnaient comme des organismes sans but lucratif appartenant aux membres. Au cours des dix dernières années cependant, de grandes bourses du monde entier, qui étaient auparavant des organisations mutuelles, ont été converties en sociétés à but lucratif appartenant aux actionnaires. Ce genre de restructuration porte le nom de « démutualisation ».

La technologie et la concurrence étaient les principaux facteurs derrière la démutualisation. Pour acheter les technologies sophistiquées et coûteuses dont elles avaient besoin, les bourses ont dû réunir des capitaux. Pour faire concurrence aux marchés de contrepartie à faible coût tels que les réseaux de communication électroniques, les bourses traditionnelles ont dû adopter une structure d'entreprise permettant un processus décisionnel plus efficace.

En 2000, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a approuvé la conversion de la Bourse de Toronto, qui était auparavant une organisation mutuelle, en société à but lucratif appartenant aux actionnaires. La TSX a alors

créé une division séparée pour qu'elle exerce ses fonctions de réglementation. La Bourse de Toronto passe maintenant des contrats avec l'OCRCVM pour la réglementation de la conduite des marchés; elle continue toutefois de réglementer les émetteurs.

Inquiétudes relatives à la démutualisation

D'après les critiques de la démutualisation, les conflits d'intérêts potentiels inhérents au système d'autoréglementation sont amplifiés lorsque l'organisme de réglementation devient une entité à but lucratif. En effet, on doute que les bourses à but lucratif puissent prendre des décisions de réglementation dans l'intérêt public alors qu'elles tirent leurs revenus des sociétés qu'elles sont censées réglementer.

FAIR, la fondation pour l'avancement des droits des investisseurs, a dit au Comité que la démutualisation de la Bourse de Toronto avait contribué à la détérioration des droits des actionnaires. Elle a notamment mentionné que, depuis 2000, la Bourse avait autorisé des transactions importantes sans l'approbation des actionnaires, bien que ces transactions aient entraîné une dilution et une perte de valeur « massives » pour les actionnaires publics. FAIR affirme que ces décisions de réglementation étaient fondées sur la nécessité de plaire aux cadres des sociétés cotées en bourse, plutôt que sur l'intérêt public :

> La Bourse de Toronto (TSX) a été autorisée à continuer de réglementer les sociétés inscrites à sa cote même après sa démutualisation et son inscription à la cote comme société à but lucratif. Il existe un conflit inhérent entre le statut d'entreprise à but lucratif de la TSX et sa fonction d'autorité de réglementation des sociétés inscrites à sa cote. La TSX considère les sociétés inscrites – ou plus précisément la direction des sociétés inscrites – comme ses clients. Les actionnaires, quant à eux, n'ont aucun statut devant la TSX.

Selon FAIR, l'Ontario a pris du retard par rapport aux normes internationales pour ce qui est des questions qui relèvent de la compétence de la Bourse de Toronto. FAIR soutient notamment que les bourses d'autres marchés démutualisés, comme New York et Hong Kong, ont séparé leurs activités commerciales et leurs fonctions de réglementation de façon plus efficace. Au Royaume-Uni, l'organisme de réglementation des valeurs mobilières a simplement pris en charge la fonction de réglementation des émetteurs.

Pour prévenir les conflits d'intérêts potentiels à la Bourse de Toronto, FAIR recommande que la réglementation des émetteurs soit confiée à une entité distincte de la Bourse dotée de son propre conseil d'administration. Ou encore que les fonctions de réglementation de la Bourse fonctionnent indépendamment de ses activités commerciales, avec un cloisonnement approprié et d'autres mécanismes de séparation et d'équilibre des pouvoirs.

En réponse au mémoire de FAIR, la Commission a souligné que les deux aspects des fonctions de réglementation de la Bourse de Toronto (le contrat avec l'OCRCVM pour la réglementation des marchés et la réglementation continue des émetteurs par la Bourse) étaient assujettis aux conditions de l'ordonnance de reconnaissance émise par la Commission (c.-à-d. l'ordonnance reconnaissant la nouvelle bourse à but lucratif). Ces conditions exigent notamment qu'au moins 50 % du conseil d'administration de la Bourse de Toronto se compose d'administrateurs indépendants. L'ordonnance de reconnaissance cherche aussi à prévenir les conflits d'intérêts pouvant découler de la cotation du Groupe TSX (la société à but lucratif de la Bourse) à la Bourse de Toronto.

Discussion et recommandation du Comité

Les grandes bourses comme celle de Toronto soutiennent que la démutualisation leur a permis de se procurer des technologies transactionnelles modernes et de faire concurrence aux marchés de contrepartie. Or, d'après des groupes de défense des droits des investisseurs, la démutualisation, telle que mise en œuvre à la Bourse de Toronto, aurait aggravé le potentiel de conflits d'intérêts inhérent à l'autoréglementation.

Ce qui nous préoccupe, c'est la perception que la Bourse de Toronto ne respecte pas les normes internationales en ce qui concerne la séparation de ses activités commerciales et de réglementation. C'est pourquoi nous recommandons que la Commission réexamine la question afin d'assurer aux investisseurs que les décisions de réglementation de la plus grande bourse au pays sont toujours guidées par l'intérêt public.

> **12. Le Comité recommande que la Commission examine le potentiel de conflits d'intérêts entre les fonctions commerciales et de réglementation de la Bourse de Toronto et prenne les mesures nécessaires pour régler les problèmes cernés.**

Réglementation fondée sur des principes

Nous avons reçu un mémoire d'ADVOCIS, la Financial Advisors Association of Canada, qui représente plus de 10 000 conseillers et planificateurs financiers à travers le pays, dont 5 000 en Ontario. La plupart d'entre eux exploitent de petites entreprises indépendantes qui offrent des produits et services financiers, y compris des conseils généraux en matière de planification financière et d'investissement. La priorité est accordée à la planification à long terme. La majorité des membres d'ADVOCIS sont réglementés par des organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières, comme la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

La présentation d'ADVOCIS met l'accent sur l'impact de la réglementation des valeurs mobilières sur l'accès des consommateurs aux conseils financiers. En particulier, ADVOCIS soutient que le cadre de réglementation hautement

prescriptif et fondé sur des règles actuellement en place impose des coûts de conformité élevés, qui sont supportés de manière disproportionnée par les petites entreprises de services financiers. Elle ajoute que bon nombre des exigences de réglementation actuelles ne sont pas justifiées par la présence de risques véritables pour les consommateurs. Selon ADVOCIS, l'actuelle approche de réglementation finira par concentrer les services financiers entre les mains de quelques grandes institutions financières, ce qui réduira le choix pour les consommateurs.

Pour renverser cette tendance, ADVOCIS recommande que l'Ontario adopte un régime de réglementation « fondé sur des principes », qui permettrait de faire face aux circonstances changeantes et aux nouveaux produits avec plus de souplesse parce qu'il met l'accent sur les résultats. Nous nous sommes fait dire que la réglementation fondée sur des principes avait été mise en œuvre avec succès au Royaume-Uni.

Dans sa réponse à la proposition d'ADVOCIS, la Commission a fait valoir qu'une réglementation efficace des valeurs mobilières doit respecter un juste milieu entre les règles et les principes; c'est-à-dire qu'il devrait y avoir un équilibre entre, d'une part, la certitude et la prévisibilité (règles) et, d'autre part, la souplesse (principes). La Commission a laissé entendre que le système de réglementation de l'Ontario respectait ce juste milieu. Par exemple, la *Loi sur les valeurs mobilières* énonce un certain nombre de principes en plus de prescrire des règles :

- La Commission est autorisée à rendre des ordonnances dans l'intérêt public.
- Les participants au marché doivent agir avec intégrité.
- Les courtiers et conseillers inscrits doivent faire affaire avec leurs clients de manière équitable et honnête et de bonne foi;
- Les documents d'information ne doivent pas induire les investisseurs en erreur.

Il a également été souligné que les règles applicables aux membres de l'OCRCVM et de l'ACCFM se fondent sur des principes clairs. Une des règles de l'ACCFM, par exemple, stipule que les membres ne doivent pas s'engager dans des pratiques commerciales inappropriées ou allant à l'encontre de l'intérêt public.

Selon la Commission, le Royaume-Uni et d'autres pays sont en train de réévaluer la réglementation fondée sur des principes à la lumière de la crise financière en cours.

Enfin, nous avons appris que le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières favorisait l'adoption d'une approche fondée davantage sur des principes en matière de réglementation des valeurs mobilières, mais qu'il recommandait de procéder « avec le plus grand soin, en tenant dûment compte de la nécessité de réduire l'incertitude réglementaire ».

Discussion du Comité

La réglementation fondée sur des principes est un autre enjeu émergent qui fait l'objet d'un débat continu. Certains soutiennent qu'une réglementation complexe fondée sur des règles ne donne pas nécessairement de meilleurs résultats. Dans le contexte des services financiers, des conseillers financiers nous ont dit que les coûts de conformité associés à la réglementation des valeurs mobilières fondée sur des règles finiraient par réduire le choix pour les consommateurs.

D'autres estiment qu'il est important d'avoir des règles prescriptives pour plus de certitude. Les tenants de cette approche soulignent que de nombreux économistes et d'autres commentateurs experts attribuent l'actuelle crise financière à la déréglementation du secteur financier.

Tout compte fait, le Comité a conclu que le moment n'était pas venu de réduire la réglementation des valeurs mobilières. Nous souscrivons plutôt à la position de la Commission : « Le recours tant aux principes qu'aux règles est nécessaire à l'élaboration d'une réglementation des valeurs mobilières efficace. » Au cas où la transition à une réglementation fondée sur des principes serait jugée souhaitable dans l'avenir, nous appuyons l'approche prudente recommandée par le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières.

GLOSSAIRE

Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM) – Organisme d'autoréglementation du volet distribution du secteur des fonds mutuels. L'ACCFM réglemente les activités, les normes de pratique et la conduite professionnelle de ses membres et de leurs représentants.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) – Organisme cadre qui représente les 13 organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières du Canada. Les ACVM ont pour mandat de coordonner et d'harmoniser la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Comité consultatif des investisseurs (CCI) – Ce comité regroupait dix membres choisis par la Commission pour représenter les intérêts des investisseurs particuliers. Le CCI, qui était l'un de plusieurs comités consultatifs de la Commission, a exercé ses activités entre 2006 et 2008.

Comité d'examen quinquennal – Groupe d'experts en réglementation des valeurs mobilières nommés en 2000 par le ministre des Finances en vertu des dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Ce comité avait pour mandat d'examiner la législation ontarienne en valeurs mobilières. Son rapport final, diffusé en mars 2003, a fait l'objet d'audiences et d'un rapport par le Comité permanent des finances et des affaires économiques de l'Assemblée législative en 2004.

Comité mixte permanent des questions touchant les investisseurs particuliers – Créé en 2008, ce comité se compose de représentants de la Commission, de l'OCRCVM, de l'ACCFM et de l'OSBI. Il s'intéresse aux questions touchant les investisseurs particuliers et cherche notamment à améliorer la protection des investisseurs.

Contrat d'échange sur défaillance – Contrat conçu pour offrir à son acheteur une protection du crédit. Le vendeur du contrat garantit la valeur du crédit lié au titre en payant à l'acheteur un montant prédéterminé en cas de défaillance.

Équipes intégrées de police des marchés financiers (EIPMF) – Ces équipes, qui se composent d'agents de police, d'avocats et d'autres enquêteurs experts, sont situées dans les principaux centres financiers canadiens. Gérées conjointement par la GRC, le ministère de la Justice du Canada et d'autres ministères et organismes partenaires, les EIPMF collaborent avec les organismes de réglementation des valeurs mobilières dans les cas importants de fraude sur les marchés financiers.

Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier – Ce forum se compose de représentants des organismes canadiens de réglementation des régimes de retraite, des valeurs mobilières et de l'assurance. Il a été établi pour coordonner, harmoniser et rationaliser la réglementation des produits et services financiers.

Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières – Groupe consultatif dont les membres ont été nommés par le ministre fédéral des Finances en 2008 et qui est présidé par l'honorable Thomas Hockin. Le Groupe a publié *Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux : Rapport final et recommandations* en janvier 2009.

Hors cote – Les titres hors cote sont négociés en dehors des bourses officielles, par exemple par l'entremise d'un réseau de courtiers.

Investisseurs particuliers – Investisseurs individuels autres que des sociétés qui achètent et vendent des valeurs mobilières pour leur compte personnel et non pour une autre société ou organisation. Les investisseurs particuliers achètent en quantités beaucoup plus faibles que les grands investisseurs institutionnels.

Ombudsman des services bancaires et d'investissement (OSBI) – Service indépendant de règlement des différends offert aux clients des sociétés de placement et des services bancaires participants qui sont insatisfaits des résultats du processus interne de règlement des plaintes de la société participante. La valeur d'une réclamation ne peut dépasser 350 000 $.

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) – Organisme d'autoréglementation national qui surveille les courtiers et les activités sur les marchés financiers. L'OCRCVM a été formé en 2008 par suite de la fusion de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et de Market Regulations Services Inc.

Organismes d'autoréglementation (OAR) – Ces organismes établissent et appliquent les règles régissant la conduite de leurs membres. Les deux OAR reconnus au Canada sont l'OCRCVM et l'ACCFM.

Papier commercial adossé à des actifs (PCAA) – Titres de créance à court terme (moins d'un an) composés de prêts tels que des hypothèques, des créances sur carte de crédit et des prêts automobile. La dette est regroupée et vendue sous forme de valeurs mobilières aux investisseurs. Le placement de PCAA est généralement dispensé des obligations de prospectus.

LISTE DES RECOMMANDATIONS

1. **La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario est l'organe administratif détenant la principale responsabilité pour la protection des investisseurs. Le Comité recommande donc que la Commission réévalue la façon dont elle s'acquitte de sa responsabilité de protéger l'intérêt public, afin d'améliorer son efficacité et sa responsabilisation.**

2. **Le Comité recommande que le ministère des Finances :**

   - **examine la portée que la loi donne à l'obligation de la Commission de protéger l'intérêt public;**
   - **présente un projet de loi établissant un cadre de réglementation des agences de notation qui respecte les normes internationales.**

3. **Le Comité recommande que la Commission :**

   - **modifie la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme de manière qu'elle ne soit plus ouverte pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs, comme le PCAA, et que les émetteurs qui vendent de tels produits soient tenus de déposer un prospectus;**
   - **améliore la divulgation concernant le PCAA;**
   - **restreigne la façon dont les titres de créance complexes sont vendus aux investisseurs particuliers;**
   - **examine le rôle joué par les courtiers et conseillers dans la vente de PCAA;**
   - **examine les enjeux liés aux placements des fonds mutuels dans le PCAA.**

4. **Le Comité recommande que la province établisse une équipe de lutte contre le crime sur les marchés financiers qui serait dotée de ressources suffisantes pour recruter et retenir le personnel spécialisé chargé de mener des enquêtes et d'intenter des poursuites en cas d'infraction au droit pénal sur les marchés financiers.**

5. **Le Comité recommande que le ministère des Finances accorde la priorité aux modifications législatives nécessaires pour :**

   - **mettre en place un cadre de réglementation des agences de notation;**
   - **renforcer la capacité de la Commission de préserver les éléments d'actif au cours d'une enquête;**
   - **élargir la définition de communication illégale d'information privilégiée;**

- **clarifier les compétences de la Commission en ce qui a trait aux sociétés sur les marchés hors cote américains qui exercent des activités manipulatrices ou illégales visant des investisseurs ontariens;**
- **réglementer les produits complexes au moment de leur introduction sur le marché.**

6. **Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour :**
   - **donner à la Commission le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution en cas d'infraction à la législation en valeurs mobilières;**
   - **établir un fonds d'indemnisation financé par l'industrie.**

7. **Le Comité recommande que la Commission établisse un comité consultatif d'investisseurs en prenant pour modèle le comité de consommateurs de services financiers qui existe au Royaume-Uni.**

8. **Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour nommer un représentant des investisseurs au conseil d'administration de la Commission.**

9. **Le Comité recommande que le Comité permanent des finances et des affaires économiques exerce son pouvoir d'examiner les rapports annuels de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.**

10. **Le Comité recommande que la Commission et la province continuent de travailler avec les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux, et avec d'autres organismes de réglementation et intervenants, au développement et à la mise en œuvre d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières.**

11. **Le Comité recommande que la province institue un examen formel de la démocratie dans la gouvernance d'entreprise en Ontario.**

12. **Le Comité recommande que la Commission examine le potentiel de conflits d'intérêts entre les fonctions commerciales et de réglementation de la Bourse de Toronto et prenne les mesures nécessaires pour régler les problèmes cernés.**

LISTE DES TÉMOINS

Organisation/Personne	Date de comparution
ADVOCIS (Financial Advisors Association of Canada)	23 février 2009
Anita Anand	23 février 2009
Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises	23 février 2009
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR)	23 février 2009
Michael Code	23 février 2009
Larry Elford	Mémoire
Ken Kivenko	Mémoire
Robert Kyle	Mémoire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario	2 décembre 2008; 23 février et 7 avril 2009
Pamela J. Reeve	23 février 2009
Association pour la protection des petits investisseurs	Mémoire
Diane Urquhart	23 février 2009